

Juridiska institutionen

Examensarbete Juristprogrammet, vårterminen 2014, 30 HP.

Crowdequity och dess förhållande till svensk rätt – en finansieringsform värd lagstiftarens uppmärksamhet?

Kajsa Liedén



Handledare: Rolf Dotevall
Examinator: Rolf Skog

GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Innehållsförteckning

1	Förkortningar	5
2	Inledning.....	6
2.1	Bakgrund.....	6
2.2	Syfte och frågeställningar	8
2.3	Metod och material	9
2.4	Avgränsningar	10
2.5	Disposition.....	11
3	Betydelsen av finansieringsformen	13
3.1	Inledning	13
3.2	Svårigheter med extern finansiering för mindre bolag	13
3.3	Mindre företag skapar jobb och tillväxt	15
3.4	Investeraravdraget ska stimulera investeringar	16
3.5	Bolags resultat efter crowdequity-investeringar	17
3.6	Sammanfattande analys	18
4	Crowdequity och svensk rätt	20
4.1	Inledning	20
4.2	Privata och publika aktiebolag	20
4.3	Spridningsförbudets syften	21
4.4	Förbudet att annonsera och sprida privata värdepapper	24
4.4.1	Begreppet värdepapper	24
4.4.2	Genom annonsering försöka sprida.....	25
4.4.3	Lagregelns undantag	26
4.4.4	Spridningsförbud i Skandinavien och Storbritannien	27
4.5	Förbudet mot organiserad handel.....	30
4.5.1	Begreppet annan organiserad marknadsplats.....	31
4.6	Straffsanktion vid överträdelser.....	33
4.6.1	Straffansvar	33
4.6.2	Civilrättslig ogiltighetspåföljd	34
4.6.3	Restriktiv tolkning	34
4.7	Crowdequity i praktiken.....	35
4.7.1	Det kapitalsökande bolaget och dess kampanj	35
4.7.2	Intermediären	36
4.7.3	Investerare.....	36
4.7.4	Övrigt.....	37
4.8	Tillämpning av ABL:s regler på crowdequity.....	38
4.8.1	Crowdequity och reglernas bakomliggande syfte	38
4.8.2	Annonserings- och spridningsförbudet	39
4.8.3	Spridningsförbudet i utländsk rätt.....	42
4.8.4	Huruvida plattformar kan utgöra organiserade marknadsplatser	43
4.8.5	Sammanfattande diskussion	44
4.9	Regler om upprättande av prospekt.....	45
4.9.1	Privata aktiebolag och prospekt.....	47
4.9.2	Prospektskyldighet och informationsmemorandum	47
4.9.3	Sammanfattning	48
4.10	Tillståndsfrågor och compliance	48
4.10.1	Anmälningsskyldighet.....	48
4.10.2	Tillhandahållande av betaltjänster.....	49
4.10.3	Åtgärder mot penningtvätt.....	50
4.11	En laglig modell.....	50

5	Crowdequity och utländsk rätt	53
5.1	Inledning	53
5.2	Amerikansk lagstiftning avseende crowdequity	53
5.2.1	Amerikansk reglering.....	53
5.2.2	Investerare.....	54
5.2.3	Kapitalsökande bolag	55
5.2.4	Plattformer.....	55
5.2.5	Övrigt.....	56
5.2.6	Sammanfattande diskussion	57
5.3	Engelsk lagstiftning avseende crowdequity	58
5.4	EU	59
5.5	Avslutning	60
6	De lege ferenda.....	61
6.1	Behövs specifik reglering för crowdequity?	61
6.1.1	Problematik nuvarande reglering	61
6.2	Hållpunkter för ny lag.....	62
7	Crowdlending – en trendspaning	65
7.1	Kreditbaserad crowdfunding.....	65
7.1.1	Peer to peer	65
7.1.2	Crowdlending	66
7.1.3	Juridisk problematik.....	66
7.1.4	Risker med kreditbaserad crowdfunding	68
7.1.5	Avslutning	69
8	Slutsatser.....	71
9	Källförteckning.....	73
9.1	Offentligt tryck	73
9.1.1	Propositioner	73
9.1.2	Statens offentliga utredningar.....	73
9.1.3	Direktiv.....	73
9.1.4	Övrigt offentligt tryck.....	74
9.2	Litteratur	74
9.3	Rapporter.....	75
9.4	Artiklar.....	76

Sammanfattning

Crowdfunding är en relativt ny finansieringsmodell som vuxit i popularitet. Internationellt uppskattas crowdfunding till en miljardindustri. Generellt sätt innebär crowdfunding att en projektägare vänder sig till allmänheten, det vill säga en större krets finansiärer, via internet för att söka finansiering. Olika former av crowdfunding har utvecklats. Föremålet för den här uppsatsen har främst varit den form som baseras på ägarkapital, här kallat *crowdequity*, och den svenska rättens inverkan på finansieringsformen. Modellen används vanligen av små och medelstora företag i behov av kapital. Mot investeringar ger bolagen ut aktier, vilket leder till frågan om det är ett brott mot aktiebolagsrätten som förbjuder privata aktiebolag att sprida sina värdepapper. Är det lagstridigt riskerar aktörerna böter eller fängelse. Frågan har ännu inte prövats rättsligt. Vidare behöver bolagen beakta regler kring upprättande av prospekt, från vilket det finns relevanta undantag. Crowdequity-plattformar kan vara anmälnings- och tillståndspliktig samt därmed stå under Finansinspektionens tillsyn.

Avseende det bolagsrättsliga förbudet för privata bolag att sprida värdepapper och dess tillämpning på crowdequity föreligger ett flertal rättsliga oklarheter. Undantag finns och det som främst är tillämpligt avser att bolag får vända sig till en obegränsad krets personer som förhandsanmält intresse, under förutsättning att förfarandet inte utgör annonsering. Då paragrafen inte specificerar hur en anmälan ska ske bör en laglig modell kunna utformas. Troligen är dock förfarandet, som det ser ut på vissa plattformar idag, för öppet för att falla under lagens undantag. Särskilt med hänsyn till att spridning av kampanjer sker i andra sociala medier än på plattformen. Erbjudandet når då personer som inte har anmält intresse och ter sig likt annonsering. Även avseende ABL 1:8, att privata bolags värdepapper inte får bli föremål för organiserad handel, är rättsläget osäkert. Med hänvisning till börsverksamhet, som omfattas av lagrummet, ter sig crowdequity-förfarandet annorlunda. Emellertid finns ingen allmän definition av *annan organiserad marknadsplats* och i doktrin har uttryckts att en sådan marknadsplats kan uppstå genom mycket enkla medel vilket innebär en risk.

Finansieringsformen kan bli betydelsefull för samhällsekonomin då den vänder sig till mindre bolag vilka starkt bidrar till skapandet av arbetstillfällen och tillväxt. Detta förutsätter emellertid tillgång till kapital, vilket ofta är en svårighet för mindre bolag. Därmed blir alternativa finansieringsmodeller som crowdequity viktiga. Crowdequity-investeringar är dock förenade med hög risk och då de riktas till allmänheten måste investerarskydd uppmärksammas. Eftersom crowdequity-erbjudanden är oreglerade och bolagen inte har någon informationsplikt föreligger idag sannolikt informationsasymmetrier och låg transparens. Utomlands har specifik lagstiftning införts såväl för att reglera investerarskydd som för att ändra utformningen av spridningsförbud vilket tyder på ett behov av specifik lagstiftning avseende finansieringsformen.

1 Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AnmL	Lag (1996:1006) om anmälningssplikt avseende viss finansiell verksamhet
Betaltjänstlag	Lag (2010:751) om betaltjänster
BrB	Brottsbalk (1962:700)
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EG	Europeiska gemenskapen
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
Inlåningslag	Lag (2004:299) om inlåningsverksamhet
KkrL	Konsumentkreditlag (2010:1846)
LBF	Lag (2004:297) om bank och finansieringsrörelse
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVM	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
JOBS Act	the Jumpstart Our Business Startup Act
RF	Regeringsform (1974:152)
SEC	the Securities and Exchange Commission
SOU	Statens offentliga utredning
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

2 Inledning

2.1 Bakgrund

För framförallt små till medelstora företag finns ett behov av nya, innovativa finansieringsformer. Denna typ av bolag har nämligen svårt att få tillgång till traditionella källor till kapital, vilket förvärrats av den ekonomiska kris som pågått i Europa sedan ett antal år tillbaka. Vidare finns troligen ett större finansieringsbehov idag, då steget till att bli entreprenör ter sig ligga närmare till hands än vad det tidigare gjort.¹ Dessa bolag behöver finansieras på något sätt. Betydelsen av att de mindre bolagen får tillgång till kapital grundar sig i att de bidrar till skapandet av nya arbetstillfällen, innovation och tillväxt. Ett sätt att uppnå bättre kapitaltillgång är genom finansieringsformen *crowdfunding* som under de senaste åren erbjudits bolag och privatpersoner i behov av kapital. Allmänheten har via denna finansieringsform kunnat bidra till olika projekt och företag genom plattformar på internet. Den svenska översättningen av begreppet är gräsrots- eller folkfinansiering.

Det har uttryckts att crowdfunding är en hybrid av föregångarna *crowdsourcing* och mikrofinansiering. Crowdsourcing innebär att en större grupp människor går ihop för att med individuella arbetsinsatser skapa något gemensamt. Ett typexempel är *Wikipedia*, där allmänheten hjälpts åt att skriva artiklar varmed ett digitaliserat uppslagsverk skapats. Mikrofinansiering karaktäriseras av lån till låga belopp, typiskt sett till fattiga människor i U-länder i behov av medel till att starta upp mindre verksamheter. Vid en sammanvägning av dessa två idéer, en större grupp människor som går ihop och gör gemensam sak samt finansiering av mindre verksamheter, uppstår crowdfunding.² Finansieringsformen är inte ny som så. Privata investerare har finansierat mindre företag sedan lång tid tillbaka men vad som däremot är nytt är tillvägagångssättet att finansieringen sker via internet.³

Crowdfunding kännetecknas av att en projektägare via en internetplattform ansöker om finansiering hos en större krets personer. Finansiärerna bidrar vanligen var och en med ett mindre tillskott, men bidrag kan även omfatta ett större belopp. Det kan exempelvis handla om en kapitalinsats i ett nystartat bolag eller finansiering av en skivinspelning. Förfarandet är begränsat i tid och projektägaren använder sig av sina nätverk genom sociala medier för att samla ihop finansiärer. Trenden har varit tydlig över hela världen och plattformarna som för samman finansiärer med kapitalsökande personer har samlat ihop stora

¹ Som exempel kan nämnas att 1990 startades drygt 25 000 nya företag jämfört med 2012 då knappt 70 000 företag startades, se prop. 1991/92:51 s. 7 och tillvaxtanalys.se – Nyföretagandet i Sverige 2012, s. 2.

² Bradford, Steven C, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 27.

³ Neiss, Sherwood. Best, Jason W. Cassady-Dorion, Zak, Crowdfund Investing for dummies, s. 25.

summor pengar åt sina kunder. Studier visar att det internationellt rör sig om en miljardindustri.⁴ Finansieringsformen har vuxit snabbt och fortsätter växa, vilket för med sig olika juridiska frågeställningar då ingen specifik reglering finns i Sverige.

Crowdfunding finns i flera olika former vilka kan delas in i två huvudkategorier.⁵ I den ena kategorin faller former som inte ger finansiell avkastning såsom donations- och belöningsbaserad crowdfunding. I den andra kategorin finner vi varianter som ger avkastning, exempelvis crowdfunding baserad på ägarkapital eller lån. Vid donationsbaserad crowdfunding får finansiären ingenting tillbaka annat än eventuell social förnöjelse av att denne hjälper till att finansiera ett projekt. Denna crowdfunding-form används vanligen för välgörande ändamål. Belöningsbaserad crowdfunding innebär att finansiären får en symbolisk gåva som vederlag, exempelvis en rabatt, ett varuprov eller liknande. Vanligt förekommande är förköp där finansiären betalar för en produkt eller tjänst som ännu inte finns, vilket möjliggör utvecklandet av densamma, varefter produkten skickas till finansiären. *Crowdlending* är den form där lån förmedlas. När långivningen sker mellan privatpersoner kallas det *peer to peer lending* och när privatpersoner ger lån till företag kallas det *peer to business*. Det kan röra sig om smålån till privatpersoner som behöver extra pengar fram till kommande lön men även finansiering av specifika företagsprojekt. Hur crowdlending förhåller sig till svensk rätt är en fråga väl värd att ställas. Regleringen kring finansiell verksamhet är strikt avseende kreditgivning, tillstånd och tillsyn. Det är även av stor vikt att konsumentskydd upprätthålls i den här typen av verksamhet.

Ytterligare en crowdfunding-form är *crowdequity*⁶ vilken kännetecknas av att bolag erbjuder finansiärerna ägarandelar mot investeringar. Det är denna form som uppsatsen främst kommer att behandla. Crowdequity utgör en form av riskkapital. En chans för investeraren att vara med i nästa *Spotify* eller liknande redan från början. Bolagen som mottar investeringarna är vanligen privata, nystartade bolag men kan även vara små till medelstora företag. Crowdequity har blivit en populär modell för entreprenörer att skrapa ihop ett startkapital då bank och traditionella investerare inte erbjuder hjälp. Att privata aktiebolag vänder sig till en stor krets personer för kapitalanskaffning väcker frågan huruvida det är förenligt med svensk rätt. Bolagsrätten föreskriver som huvudregel ett förbud för privata aktiebolag att sprida värdepapper till

⁴ Baserat på en uppskattning utförd av Massolution (2013), Crowdfunding Industry Report 2012.

⁵ Inom crowdfunding-industrin råder något av en begreppsdjungel och det finns flera benämningar för samma företeelser vilket kan orsaka viss förvirring. Jag har därför försökt hålla mig konsekvent till att använda samma begrepp till samma företeelser. Under bakgrundsavsnittet kommer redogöras för vad jag avser med dessa begrepp.

⁶ Nedan kommer crowdequity även benämnas crowdfunding baserad på ägarkapital. Upplysningsvis kan nämnas en annan vanligen använd term, equity crowdfunding, som dock ej används i uppsatsen.

allmänheten med vissa undantag.⁷ Huruvida crowdequity-förfarandet faktiskt faller under något av undantagen får anses oklart. Frågan har aldrig prövats rättsligt och skulle saken ställas på sin spets riskerar inblandade parter ytterst fängelse.⁸

Avsaknaden av tydlig reglering kring dessa verksamhetsformer innebär en osäkerhet och kan inverka hämmande på nyföretagande och tillväxt om aktörer på marknaden inte vågar använda sig av finansieringsformen. Att marknaden är oreglerad i Sverige kan även innebära risker för de privatpersoner som investerar genom crowdfunding. Det är osäkert hur väl konsument- och investerarskydd tillgodoses vid den här typen av investeringar. Eventuellt placerar privatpersoner nu pengar i nystartade bolag och lån utan att förstå riskerna samt eventuellt med för lite information om bolagen och lånen. USA, Storbritannien och andra länder har infört specifik reglering vilket tyder på ett behov av särskild lagstiftning. Ytterligare aspekter är risken för bedrägerier och för förlust av immateriella rättigheter.

Med hänsyn till de rättsliga oklarheter som föreligger, vilket till stor del grundar sig i att investeringsformen är så pass ny i tiden, framstår behov finnas av att närmare utreda finansieringsformens förhållande till svensk rätt. Framförallt med hänsyn till att ämnet hittills behandlats i mycket begränsad omfattning.

2.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att utreda vilka rättsregler som är tillämpliga på finansieringsformen crowdequity och att studera desamma. Jag avser klargöra om det finns några rättsliga begränsningar, och i så fall vilka, avseende finansieringsformens utförande. Dels för de intermediärer som möjliggör crowdequity-investeringar och dels för de kapitalsökande bolagen. Uppsatsen berör främst hur crowdequity förhåller sig till aktiebolagsrätten men det är även viktigt att beakta vilka finansiella regelverk som verksamheten omfattas av. Med uppsatsen vill jag vidare ge en analys av finansieringsformens eventuella betydelse för små till medelstora bolag. En sådan betydelse kan exempelvis motivera lagåtgärder. Med hänsyn till att det framstår som att crowdequity föregått lagstiftaren, avser jag utröna om behov av specifik lagstiftning finns i Sverige och ge ett *de lege ferenda*-perspektiv. Slutligen åsyftas att överblicka den rättsliga problematiken kring crowdlending som förefaller bli den senaste trenden inom crowdfunding. Attraktiviteten med crowdlending som finansieringsform grundar sig delvis i att det för investeraren antagligen ter sig mer troligt med återbetalning av ett lån i jämförelse med eventuella framtida utdelningar eller en exit vid crowdequity-investeringar. För bolagens del

⁷ Aktiebolagslag (2005:51), "ABL", 1:7, 1:8.

⁸ ABL 30:1.

undviker de sannolikt att ta in en stor mängd nya ägare om så är möjligt. Följande frågeställningar avser jag besvara genom uppsatsen:

- 1.) Kan crowdequity som finansieringsform vara betydelsefull ur ett samhällsekonomiskt perspektiv?
- 2.) Vilka rättsliga begränsningar uppställer svensk rätt för ett crowdequity-förfarande?
- 3.) Kan en laglig modell för crowdequity utformas och i så fall hur?
- 4.) Skulle ny, specifik reglering avseende crowdequity behövas i Sverige?

2.3 Metod och material

Då föremålet för min uppsats är en finansieringsform oreglerad i lag och som inte har blivit föremål för rättslig prövning, har jag upplevt det svårt att hitta relevanta, traditionella rättskällor. Eftersom crowdequity därutöver är relativt ny i tiden, har ämnet inte behandlats i någon vidare omfattning i svensk doktrin. Därmed har jag främst fått använda mig av generella rättskällor samt artiklar och studier, varav flera utländska. Avseende de rättsliga begränsningar som generella regelverk ställer upp för crowdequity har jag använt mig av en traditionell, rättsutredande metod. Jag har studerat lag, förarbeten och doktrin. Dock inte prejudikat, eftersom prejudikat som rör de i uppsatsen behandlade frågorna saknas i svensk rätt. Mitt fokus har främst varit på de aktiebolagsrättsliga källorna. Jag har lagt stor vikt vid att studera lagens förarbeten då det för genomförandet av undersökningen varit betydelsefullt att förstå lagens bakomliggande syften och ändamål. Tillsammans med doktrin har det bidragit till en klarare bild av hur lagtextens rekvisit ska tolkas i förhållande till finansieringsformen. Emellertid skrevs förarbetena under tidigt 90-tal vilket medför att de är ålderstigna med hänsyn till den tekniska utveckling som varit och därav även till crowdequity, som utgör en form av IT-finansiering. I brist på vägledande rättskällor har ett stort mått av egna tankar och bedömningar avseende finansieringsformens ställning till svensk rätt behövt vidtas. EU-rättsliga direktiv har studerats i viss utsträckning på grund av deras inflytande över regleringen av finansiella marknader. Dessa direktiv ligger till grund för många av de svenska lagarna på området.

Information om hur crowdequity-investeringar går till i praktiken har inhämtats från olika intermediärer vilket vävts samman i en generell presentation. Till viss del har uppsatsen influerats av rättsekonomiska överväganden. Främst vad avser avsnittet om finansieringsformens betydelse ur ett samhällsekonomiskt perspektiv och de lege ferenda-avsnittet. Båda avsnitt innehåller aspekter av rättens påverkan avseende främjandet av ekonomisk effektivitet och undvikande av onödigt höga transaktionskostnader, vilket har fått vägas mot skyddshänsyn för investerare.

I brist på svenska rättskällor har jag gjort en internationell utblick och således använt en komparativ metod. Utblicken har delvis syftat till att sätta in de svenska reglerna, kring hur privata aktiebolag får ta in kapital, i ett större perspektiv genom att jämföra hur frågan reglerats i andra länder. Tanken har varit att ge en helhetsbild, vilket för läsaren förhoppningsvis bidragit till en större förståelse för reglerna. Norge och Danmark har varit föremål för mitt intresse på grund av deras rättslikhet med Sverige och därav har deras aktiebolagsrättsliga kommentarer studerats. Även engelsk rätt har belysts, som i och för sig är tämligen olik den svenska rätten, på grund av att den svenska utformningen av privata och publika aktiebolag bygger på engelsk modell. Den andra delen av uppsatsen som behandlar utländsk rätt beskriver hur crowdequity reglerats utomlands. Främst har USA studerats, då det är ett av få länder som har vidtagit ett omfattande lagstiftningsarbete. Även Storbritannien har studerats i viss utsträckning. Såväl engelsk som angloamerikansk rätt skiljer sig mycket från den kontinentaleuropeiska och det finns en problematik kring att överföra regler från ett rättssystem till ett annat.⁹ Därav har syftet främst varit att belysa hur dessa länder valt att lösa liknande problematik som vi står inför i Sverige, exempelvis gällande investerarskydd, samt att lära av deras erfarenheter.

Avseende material har jag använt mig av utländska studier och artiklar då det gäller de komparativa delarna av uppsatsen. Ambitionen har varit att använda vetenskapliga studier i största möjliga mån och så aktuella källor som möjligt. I ett par fall har andrahandskällor behövt användas på grund av svårigheter att få tag i originalkällorna. Jag har varit medveten om att andrahandskällor aldrig kan bedömas lika tillförlitliga som originalkällor. På grund av att en del av materialet har producerats av människor med egna intressen i crowdfunding-industrin, har jag försökt upprätthålla en källkritisk inställning.

2.4 Avgränsningar

Med hänsyn till att finansieringsformen crowdfunding är i en tidig tillväxtfas, med internationell spridning, lär ett flertal specifika modeller finnas, utöver de som beskrivits under definitionsavsnittet. Även avseende crowdequity finns andra modeller än den som kommer att behandlas i uppsatsen. Som exempel kan nämnas ägarkapitalliknande arrangemang där investeraren erbjuder avkastning enligt olika vinstdelningssystem, utan att erhålla faktiska andelar i bolaget. Uppsatsen har inriktats på den form som används av de största aktörerna i Sverige idag, där investeraren mot erlagt kapital får aktier i bolaget, vanligen kallat *equity crowdfunding* eller *crowdfund investing*. Jag avgränsar mig således gentemot andra möjliga modeller som säkerligen används på olika håll, för att hålla uppsatsens omfattning överskådlig.

⁹ Bogdan, Michael, Komparativ rättskunskap, s. 29.

Uppsatsen kommer endast översiktligt att behandla donations- och belöningsbaserad crowdfunding då dessa typer av crowdfunding inte för med sig samma juridiska problematik som crowdequity och crowdlending. Donations- och belöningsbaserade former kan visserligen väcka juridiska frågeställningar inom rättsområden som skatterätt, köp- och konsumentköprätt och avtalsrätt men dessa rättsområden syftar inte uppsatsen till att behandla. Jag avgränsar mig vidare från att ta upp frågor avseende hantering av personuppgifter vilket intermediärer behöver ha rutiner för. Risken för förlust av immateriella rättigheter och tillgångar är något de kapitalsökande bolagen bör beakta. Särskilt hög är risken för förlust vid gränsöverskridande investeringar då patentsystemet inom EU är fragmenterat.¹⁰ En reform som innefattar ett EU-patent är emellertid på väg. Vidare spörsmål om detta lämnas utanför uppsatsens omfattning. Även regler kring marknadsföring och e-handel har utelämnats då uppsatsens huvudämne är aktiebolagsrätt samt med fokus på finansiella regler. Investeraravdraget behandlas kort då det berör investeringar genom crowdequity.

Slutligen har finansieringsformen crowdlending endast översiktligt behandlats med hänsyn till uppsatsens omfattning. Jag anser ändå att den är viktig att ha med då den förefaller bli en populär crowdfunding-modell framöver. Därav vill jag ge läsaren en överblick av problematiken. Avsnittet utgör dock ingen uttömmande utredning av ämnet, vilket eventuellt hade kunnat lämpa sig för en annan persons examensarbete.

2.5 Disposition

Om finansieringsformen vore ett begränsat fenomen, utan någon större samhällelig betydelse, vore en ingående utredning tämligen obehövlig. Uppsatsen inleds därför, i kapitel 3, med att analysera finansieringsformens eventuella betydelse för mindre bolag och i utsträckningen, för samhället. Detta för att läsaren ska bilda sig en uppfattning om finansieringsformens spridning och potential vilket kan motivera lagstiftningsåtgärder. Kapitel fyra kartlägger den allmänna rättsliga regleringen som crowdequity omfattas av. Inledningsvis beskrivs uppdelning i privata och publika aktiebolag, och gränsdragningen däremellan, liksom syftet bakom annonserings- och spridningsförbudet för att ge läsaren en bättre förståelse för reglernas utformning. Därefter redogörs för paragraferna som reglerar förbuden, ABL 1:7, 1:8 samt de straffrättsliga aspekterna i ABL 30:1. Sedan beskrivs hur crowdequity-investeringar går till i praktiken, följt av en tillämpning av reglerna på crowdequity. Detta upplägg har sin grund i att läsaren bör ha lättare att förstå rättens inverkan på crowdequity, efter att denne bildat sig en uppfattning om tillämpliga regler. Den

¹⁰ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 6.

aktiebolagsrättsliga genomgången följs av en kortare kartläggning av relevanta finansiella regelverk såsom prospekt, tillstånds- och tillsynsfrågor. Kapitlet avslutas med kommentarer kring hur en laglig modell skulle kunna se ut. I det femte kapitlet behandlas hur lagstiftning för crowdequity ser ut i USA och Storbritannien samt vad som pågår inom EU. Därefter, i kapitel sex, analyseras om ett lagstiftningsbehov finns i Sverige och vilka hållpunkter som är relevanta för en eventuell framtida lag. I kapitel sju beskrivs crowdlending, som förefaller bli den nya trenden inom crowdfunding-världen. Avslutningsvis, i det åttonde kapitlet, behandlas mina slutsatser, som dragits av ovanstående framställning.

3 Betydelsen av finansieringsformen

3.1 Inledning

För nystartade och mindre företag är tillgång till finansiering ingen självklarhet. Det talas om ett finansieringsgap för denna typ av bolag.¹¹ De har svårt att få traditionella banklån och är vanligen av mindre intresse för riskkapitalister. Den begränsade tillgången främjar utvecklingen av nya, innovativa finansieringsformer och crowdfunding är en av dem. Innan närmare fördjupning sker i de rättsliga förutsättningarna ska därför en bedömning göras av finansieringsformens potential och betydelse som så. Crowdlending och crowdequity har i en studie bedömts vara de två typer av crowdfunding som potentiellt kan få störst betydelse för att öka dessa företags tillgång till kapital.¹²

Crowdfunding-industrin avseende ägarkapital och lån uppskattades 2012 globalt ha uppgått till 1,5 biljoner USD och i beräkningar för 2013 och framåt beräknades denna siffra kunna mångdubblas.¹³ För alla crowdfunding-former sammanlagt uppskattades beloppet till 2,7 biljoner USD under 2012.¹⁴ Det utgjorde en ökning med 81 % från 2011. För Europa var motsvarande siffra 735 miljoner Euro under 2012, vilken beräknades öka till en biljon Euro under 2013.¹⁵ USA och Europa stod för 95 % av marknaden. Crowdfunding-industrin omfattar således stora summor pengar och tillväxtpotential verkar finnas. Europakommissionen har bedömt crowdfunding besitta en stor potential som komplement till traditionellt kapital. Här bör nämnas att det finansierades omkring en halv miljon projekt i Europa under 2012, vilka annars antagligen inte hade kunnat genomföras.¹⁶ Sammantaget borde finansieringsformen kunna få betydelse för mindre bolags kapitaltillgång och dessa bolag är som vi nedan ska se, betydelsefulla för skapandet av nya arbetstillfällen och främjandet av tillväxt.

3.2 Svårigheter med extern finansiering för mindre bolag

Nystartade liksom små och medelstora företag har i allmänhet större svårigheter att få tillgång till kapital i jämförelse med större, etablerade företag. Anledningen till att de nekas kapital grundar sig vanligen i att verksamheten befinner sig i ett sådant tidigt skede, att företagen ännu inte har byggt upp några större värden i bolaget. Därutav kan säkerheter inte erbjudas långivare vilket innebär att möjligheten till lån skärs av. Att bolaget ännu inte hunnit bygga upp värden medför även en osäker värdering vilket får till följd att intresset för ägarkapital

¹¹ Tillväxtverket, Tillväxt genom crowdfunding, s. 21.

¹² Tillväxtverket, s. 45.

¹³ Best, Jason. Neiss, Sherwood. Stralser, Steven. Leming Lee, How Big Will the Debt and Equity Crowdfunding Investment Market Be? Comparisons, Assumptions, and estimates, s. 8.

¹⁴ Baserat på en uppskattning utförd av Massolution (2013), Crowdfunding Industry Report 2012.

¹⁵ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 2.

¹⁶ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 2.

blir begränsat.¹⁷ De former av kapital som dessa företag framförallt är intresserade av har uppgetts vara lån eller externt ägarkapital.¹⁸

Informationsproblematik och skatteasymmetrier har uppmärksammats som ytterligare anledningar till svårigheter med finansieringen.¹⁹ För en extern finansiär är ofta informationskostnaden för hög i förhållande till vad investeringen ger i avkastning. Med skatteasymmetrier åsyftas att skattelättnader främst har givits för räntor på lån, vilket gjort ägarkapital mindre attraktivt. Genom investeraravdraget, som beskrivs nedan i punkt 3.4, har det dock nyligen införts ett skatteavdrag vid förvärv av aktier i mindre bolag. Med skatteavdraget åsyftades att kompensera externa investerare för informationskostnaden.²⁰ En annan sida är svårigheterna för bolag att nå ut och hitta potentiella investerare.²¹ Även om medel finns så kommer de inte entreprenören tillgodo.

Avseende traditionellt riskkapital är detta heller inte ett verkligt alternativ då riskkapitalisterna främst är intresserade av större bolag och högre investeringar än vad crowdequity-bolagen vanligen söker.²² Riskkapital som investeras i ett mindre bolag anses dyrare än om samma kapital investeras i ett stort företag.²³ Detta resulterar i att investeringar i nystartade bolag blir mindre attraktiva. Vidare är det inte ovanligt att det dröjer ett flertal år innan ett nystartat bolag kan börja generera vinster vilket också påverkar viljan hos investerare att placera kapital i bolagen.

I avsaknad av traditionella investerare vänder sig ofta entreprenörerna istället till närstående för ekonomisk hjälp. Tillgången till investerare är således begränsad. Crowdequity-verksamheten i sig innebär ett överbryggande av problemet med tillgång till investerare. Från att tidigare främst ha kunnat vända sig till närstående kan entreprenörerna nu nå ut till investerare världen över. Genom internet och sociala medier kan entreprenören kommunicera budskapet om finansieringen till alla medlemmar i dennes sociala nätverk och till alla investerare på crowdequity-plattformen. En ny typ av investerare som bidrar till finansiering men till ett litet belopp vilket innebär en mindre risk. Särskild betydelse kan finansieringsformen få för nischade produkter, vilka inte säljer bra på den inhemska marknaden, men som har potential internationellt. Genom nätverk på internet såsom crowdfunding-plattformar kan sådana produkter nu få genomslag, genom att marknaden expanderar och produktidén når människor

¹⁷ Tillväxtverket s. 22.

¹⁸ Tillväxtverket, s. 22.

¹⁹ Prop 2012/13:134 s. 30.

²⁰ Prop 2012/13:134 s. 30.

²¹ Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 101.

²² Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 102.

²³ Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 100.

globalt. Fenomenet kallas för *the long tail*. Om en produkt ska lyckas internationellt behövs internationella investeringar vilket crowdequity möjliggör. Informationsproblematiken övervinns även till viss del genom att företagen själva presenterar sina idéer och affärsplaner detaljerat inför sitt sökande av kapital. Det innebär minskade kostnader för investeraren att själv inhämta sådan information.

3.3 Mindre företag skapar jobb och tillväxt

Eftersom företagen som söker kapital via crowdequity vanligen är nystartade eller mindre bolag ska här kort uppmärksammas de små och medelstora bolagens samhällsekonomiska betydelse.

Regeringen gjorde en bedömning av mindre företags betydelse för ekonomin i sin proposition om en ny småföretagspolitik som kom ut 1991. Där uttalades att *"Det är i småföretagen som de nya möjligheterna och de nya jobben finns. Det är nyföretagandet som måste bli ekonomins spjutspets mot framtiden."*²⁴ I propositionen förklaras vidare att entreprenörer som startar nya företag har stor betydelse för tillväxt genom att de förverkligar nya kommersiella och tekniska idéer, skapar nya förutsättningar för produktion och utmanar etablerade företag och produktionsmönster, vilket effektiviserar strukturen av näringslivet.²⁵ Sverige befann sig vid utgivandet av propositionen i en ekonomisk kris och därav föreslogs det att småföretagspolitiken skulle läggas om. Enligt regeringens bedömning var det av avgörande betydelse för att säkra välfärd och motverka arbetslöshet, att goda förutsättningar för småföretag skapades.²⁶ Även Europakommissionen har uppmärksammat de mindre bolagens betydelse för samhällsekonomin och gav 2011 ut en handlingsplan med åtgärder i syfte att understödja kapitaltillgången för Europas små till medelstora företag.²⁷ Det uttalades att denna typ av bolag är huvudkällan till skapandet av nya arbeten och till Europas ekonomiska tillväxt.

Majoriteten av alla företag inom svenskt näringsliv är mindre företag. Vid en mätning 2013 var andelen företag som hade 0-49 anställda 99,4 %, dessa företag klassificeras som små.²⁸ Läger man till medelstora företag blir siffran 99,9 %. Enbart 0,1 % utgör således stora företag. I Europakommissionens handlingsplan för att förbättra mindre bolags tillgång till finansiering, konstaterades att små till medelstora företag hade skapat 80 % av alla nya jobb i Europa under de senaste

²⁴ Prop. 1991/92:51. s. 1.

²⁵ Prop. 1991/92:51. s. 6.

²⁶ Prop. 1991/92:51. s. 9.

²⁷ Europakommissionen, An action plan to improve access to finance for SME:s.

²⁸ Företagens storlek, ekonomifakta.se.

fem åren.²⁹ Med andra ord finns potential för goda effekter för samhällsekonomin i stort om företagandet inom denna sektor kan stimuleras.

3.4 Investeraravdraget ska stimulera investeringar

Nedan ska redogöras kort för det så kallade investeraravdraget som avser utgöra ett skatteincitament för riskkapital i mindre bolag. Syftet är således att förbättra kapitaltillgången för mindre bolag, vilket väntas leda till att fler samhällsekonomiskt lönsamma investeringar kan genomföras.³⁰ Avdraget infördes i december 2013 och tillämpas på investeringar i mindre bolag utförda efter den sista november samma år. I jämförelse med ROT- och RUT-avdragen blir detta ett riskkapitalavdrag, RIT.

Investeraravdraget innebär en skattelättnad för fysiska personer som förvärvar andelar i ett företag av mindre storlek i samband med företagets bildande eller vid en nyemission.³¹ Andelarna ska betalas kontant. Med mindre storlek menas ett företag som har maximalt 49 anställda och vars nettoomsättning eller balansomslutning under betalningsåret inte överstiger 80 miljoner kronor.³² Därav utgör det ett skatteincitament som kan få betydelse för crowdequity. Vanligen uppfyller crowdequity-företagen de nyss nämnda kriterierna vilket innebär en skattelättnad för investerarna.

Avdrag får utföras i inkomstslaget kapital för hälften av det belopp som investeraren erlagt för andelarna. Skattereduktionen blir sedan 30 % av avdraget.³³ Enbart fysiska personer och dödsbon har rätt att göra avdraget.³⁴ Sådana avdrag är begränsade till 650 000 kronor vilket innebär att andelar för 1,3 miljoner kan förvärfas och vara avdragsgilla.³⁵ Det innebär i sin tur att den maximala skattereduktionen kan bli 195 000 kronor under ett år. Återföring av avdraget måste ske under vissa givna förutsättningar. Som exempel kan nämnas att den som förvärvat andelarna avyttrar dem inom fem år från betalningsåret.³⁶ En investerare måste således behålla ägandet i ett antal år om inte återföringsskyldighet ska komma att uppstå. De fullständiga bestämmelserna har införts i Inkomstskattelagen och Skatteförfarandelagen.³⁷

²⁹ Europakommissionen, An action plan to improve access to finance for SME:s, s. 1.

³⁰ Prop. 2012/13:134, s. 30-31.

³¹ Prop. 2012/13:134, s. 28 och Inkomstskattelag 43:12 p. 2.

³² Inkomstskattelag 43:4 1-2 p.

³³ Inkomstskattelag 41:3 p. 8.

³⁴ Inkomstskattelag 43:1.

³⁵ Inkomstskattelag 43:20-21.

³⁶ Inkomstskattelag 43:22.

³⁷ Inkomstskattelag 3:18 p. 14, 41:3 p. 8, 43 kap, 48:20, 67:10 och Skatteförfarandelagen 22:1, 22:23, 22:24, 23:2, 31:1, 31:19 a-b, 63:1, 63:14 a-c, 63:16, 63:21 a, 63:22 a-c och 65:7.

Sammanfattningsvis är avdraget således tänkt att stimulera privatpersoners möjlighet att investera i mindre bolag samt att öka dessa bolags tillgång till kapital.³⁸ Ett av skälen bakom införandet av avdraget var betydelsen av tillgång till kapital för nystartade bolag och för mindre bolag i tillväxtfas.³⁹ Genom avdraget skulle kapitaltillgången främjas.⁴⁰ Skälen är mycket lika dem bakom den amerikanska lagstiftningen avseende crowdfunding som under del 5.2 nedan kommer att beskrivas.

Slutligen ska uppmärksamhet fästas vid att det kan anses aningen motsägelsefullt att införa ett avdrag, som åsyftar ge incitament för privatpersoners investeringar i mindre bolag, då det samtidigt föreligger ett spridningsförbud för dessa bolags värdepapper enligt ABL. Att införa incitament i skattelagstiftningen för privatpersoner att investera i privata aktiebolag men inte tydliggöra spridningsförbudets omfattning går stick i stäv. Genom att inte tydliggöra spridningsförbudets omfattning stimuleras inte de privata bolagens tillgång till kapital fullt ut.

3.5 Bolags resultat efter crowdequity-investeringar

Nedan redogörs för resultat från en studie där företag som genomfört crowdfunding-investeringar har tillfrågats om hur deras situation blev efter finansieringen.⁴¹ Studien omfattar dels om företagen fått marknadsfördelar, dels senare investeringar, dels nyanställningar och avkastning.⁴² De tillfrågade bolagen var alla vinstdrivande och har använt sig av crowdfunding baserat på belöning, ägarkapital eller lån.

Studien kom fram till resultatet att bolag som använt sig av crowdequity hade ökat sina kvartalsintäkter efter finansieringen med 351 %.⁴³ För alla tre formerna var motsvarande siffra totalt 24 % avseende ökade kvartalsintäkter. Vad gällde personal hade 39 % av de tillfrågade bolagen, som använt ägarkapital eller lån, i genomsnitt anställt 2,2 personer efter genomförda investeringar. Avseende företag som hade anställt eller som planerade att anställa uppgick den totala siffran till 87 % av bolagen, däri inräknat alla tre studerade crowdfunding-former.⁴⁴

³⁸ Prop 2012/13:134 s. 28.

³⁹ Prop 2012/13:134 s. 29.

⁴⁰ Prop 2012/13:134 s. 29.

⁴¹ Studien har utförts på företag i USA, Europa och Afrika av Crowdfund Capital Advisors vilka själva är konsulter inom crowdfunding. Läsaren bör ha i åtanke att företagen som deltagit är sådana företag som har haft en positiv erfarenhet av crowdfunding samt att svar enbart inkom från 73 företag.

⁴² Crowdfund Capital Advisors, How Does Crowdfunding Impact Job Creation, Company Revenue and Professional Investor Interest?, s. 4-5.

⁴³ Crowdfund Capital Advisors, s. 7.

⁴⁴ Crowdfund Capital Advisors, s. 8.

Utöver höjda kvartalsintäkter och nyanställd personal väckte bolagen intresse hos riskkapitalister. I studien hade 28 % av bolagen, inom tre månader efter avslutad kampanj, träffat överenskommelser med affärsänglar eller riskkapitalbolag om en följande investering.⁴⁵ Ytterligare 43 % av de tillfrågade bolagen hade pågående diskussioner med traditionella investerare.⁴⁶ Totalt sett hade således 71 % av företagen väckt intresse hos traditionella investerare efter genomförd crowdfunding.

Slutsatsen i studien var att crowdfunding baserad på ägarkapital borde betraktas som betydelsefull för ekonomisk utveckling och skapande av arbetstillfällen då dessa bolag kraftigt ökade sina genomsnittliga kvartalsintäkter samt genomförde nyanställningar.⁴⁷ Författarna till studien ansåg därav att crowdfunding baserat på ägarkapital samt även lån förtjänade lagstiftarens uppmärksamhet.⁴⁸

3.6 Sammanfattande analys

Crowdequity som finansieringsmodell överbryggas svårigheter för bolag att få tillgång till kapital. Den möjliggör för entreprenörer att komma i kontakt med investerare, som annars inte hade fått kontakt. Crowdequity-investeringen innebär dessutom en riskspridning, vilket innebär att en enskild investerare inte drabbas lika hårt om företaget inte skulle lyckas. Resultaten från studien som presenterats ovan indikerar att de företag som genomfört crowdequity-investeringar gör goda resultat och skapar arbetstillfällen. Det går givetvis inte att dra några allmängiltiga slutsatser av enbart en studie men resultatet tyder på att finansieringsformen kan bli betydelsefull för ekonomisk utveckling samt kan utgöra ett fungerande alternativ för mindre bolag i behov av finansiering.

Crowdfunding-industrin omsätter redan stora belopp och växer snabbt. Detta trots att den fortfarande är tämligen okänd för såväl företag som potentiella investerare. Om crowdequity får en vidare spridning finns potential för finansieringsformen att bli ett bra sätt för mindre bolag att få tillgång till kapital. Ett komplement till traditionella kapitalkällor. Medlen som investeras i crowdfunding kommer vidare från en relativt utforskad källa. Om allt fler privatpersoner lockas att investera en liten del av sitt sparkapital skulle effekten kunna bli stor. Det är därav viktigt att information om finansieringsformen sprids, såväl bland investerare som hos entreprenörer. Aktörer som hade kunnat bidra till en sådan spridning är exempelvis Tillväxtverket, Vinnova och Almi.⁴⁹

⁴⁵ Crowdfund Capital Advisors, s. 11.

⁴⁶ Crowdfund Capital Advisors, s. 11.

⁴⁷ Crowdfund Capital Advisors, s. 13.

⁴⁸ Crowdfund Capital Advisors, s. 13.

⁴⁹ Tillväxtverket, s. 47.

Såväl regeringen som EU har uppmärksammat betydelsen av att de mindre bolagens kapitaltillgång främjas. Med hänsyn till bolagens finansieringsproblematik behövs alternativa finansieringsformer för att öka tillgången till kapital. Om en effektiv finansieringsform kan erbjudas bolagen bör det få positiva effekter för samhällsekonomin i stort. Beroende på hur finansieringsformen utvecklas och växer skulle crowdequity potentiellt kunna vara en metod för det. Vidare bör uppmärksammas att finansieringsformen till stor del gynnar lokala investeringar och företag.⁵⁰ Sammantaget borde crowdequity som fenomen anses önskvärt och tillmätas betydelse ur samhällsekonomisk synpunkt.

⁵⁰ Neiss, Sherwood, m fl, s. 302.

4 Crowdequity och svensk rätt

4.1 Inledning

Ovan har konstaterats att crowdequity utgör en relativt ny form av riskkapital. En finansieringsform med potential att komplettera traditionella finansieringskällor och således bidra till en bättre kapitaltillgång för små och medelstora bolag. Då finansieringsformen är så pass ny i tiden att ingen specifik lagstiftning finns ska här utredas vilka generella regelverk som behöver tas hänsyn till, avseende finansieringsformens utförande. Inledningsvis beskrivs uppdelningen i privata och publika bolag följt av syftena bakom annonserings- och spridningsförbudet. Därefter förklaras den rättsliga problematiken kring crowdequity, med utgångspunkt i ABL 1:7, 1:8 samt de straffrättsliga aspekterna i ABL 30:1. Avslutningsvis uppmärksammas finansiella regler och hur en laglig modell kan se ut.

4.2 Privata och publika aktiebolag

Aktiebolag är den bolagsform där ägarnas personliga betalningsansvar är begränsat till bolagets egna kapital. I Sverige delas aktiebolag in i två olika kategorier, privata och publika aktiebolag. Innan Sverige gick med i EU 1995, dåvarande EG, fanns ingen sådan uppdelning. Då existerade enbart en aktiebolagsform kallad aktiebolaget.⁵¹ I förarbetena till såväl 1944 som 1975 års aktiebolagslag utreddes huruvida ytterligare en bolagsform likt aktiebolaget skulle införas.⁵² Först 1978 ledde utredningarna fram till ett konkret förslag. Bolagskommittén föreslog då att en ny bolagsform skulle bildas kallad andelsbolag.⁵³ Liksom för ett aktiebolag skulle ägarnas betalningsansvar vara begränsat. Andelsbolagets insatskapital skulle dock vara lägre och andelarna skulle inte få erbjudas allmänheten.⁵⁴ Vidare skulle bolaget inte få ge ut andelsbevis motsvarande aktier och minoritetsskyddet skulle stärkas. Regeringen beslutade emellertid att inte införa andelsbolaget på grund av diverse kritik.⁵⁵

Efter en tid togs frågan upp återigen om en ytterligare bolagsform. Dels på grund av att Sverige var part i EES-avtalet och dels det stundade medlemskapet i EU. Det ansågs nödvändigt att harmonisera den svenska bolagsrätten så att den överensstämde med bolagsrätten i övriga EU-länder och med EU:s bolagsdirektiv.⁵⁶ Direktiven i sig krävde inte att EU-medlemmarna hade två former av aktiebolag men en sådan utformning skulle komma att förenkla

⁵¹ Skog, Rolf, Rodhes Aktiebolagsrätt s. 23.

⁵² SOU 1992:83 s. 110.

⁵³ SOU 1992:83 s. 110.

⁵⁴ SOU 1992:83 s. 111.

⁵⁵ SOU 1992:83 s. 111.

⁵⁶ Prop 1993/94:196 s. 70-71.

direktivens tillämpning.⁵⁷ Syftet med lagändringen var således att förenkla den fria etableringsrätten samt att underlätta EU-direktivens tillämpning på svenska bolag. Aktiebolagskommittén föreslog en lösning baserad på Storbritanniens modell med två kategorier av aktiebolag, *private*⁵⁸ och *public*⁵⁹ *companies* vilken accepterades.⁶⁰ I förarbetena till lagen föreslogs att gränsdragningen mellan bolagskategorierna skulle vara att publika men inte privata bolag fick rätten att erbjuda allmänheten att teckna eller förvärva aktier och andra värdepapper som bolaget gett ut.⁶¹

Den övervägande majoriteten av aktiebolagen i Sverige är privata aktiebolag. Varje bolag avgör för sig huruvida det ska vara privat eller publikt vid dess bildande. ABL är tillämplig för båda former av aktiebolag men avvikelser och särbestämmelser förekommer vilket anges särskilt i lagen. Att det finns ett flertal särskilda regler för publika aktiebolag grundar sig i att lagstiftaren ställer högre krav på dessa bolag.⁶² Ytterligare en viktig skillnad mellan aktiebolagen är kapitalkravet. För privata aktiebolag gäller sedan april 2010 att aktiekapitalet ska vara 50 000 kronor. Tidigare var siffran 100 000 kronor men kapitalkravet sänktes för att främja företagande och ekonomisk tillväxt.⁶³ För ett publikt aktiebolag ska aktiekapitalet vara 500 000 kronor.⁶⁴

Skillnaden mellan privata och publika aktiebolag består idag således främst i regleringen att värdepapper i privata bolag inte får spridas till en vidare krets. Det är enbart de publika bolagen som innehar rätten att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning.⁶⁵

4.3 Spridningsförbudets syften

Historiskt sett bör uppmärksammas betydelsen av investerarskydd och upprätthållande av allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna. Vid ett flertal tillfällen har de finansiella marknaderna brutit samman vilket fått långtgående konsekvenser för samhällsekonomin. Då aktiemarknaderna bröt samman 1929, kallat den stora depressionen, spred sig lågkonjunkturen över hela världen. USA införde vid denna tid *the Securities Act of 1933*, i syfte att återupprätta förtroende för marknaden, bland annat genom regler om informationsgivning och ärliga handelsmetoder.⁶⁶ Denna lag kommer att

⁵⁷ SOU 1992:83 s. 107.

⁵⁸ Private company limited by shares (Ltd.).

⁵⁹ Public limited company (PLC.).

⁶⁰ Prop. 1993/94:196 s. 72.

⁶¹ Prop. 1993/94:196 s. 75.

⁶² Andersson, Sten. Johansson, Svante. Skog, Rolf. Aktiebolagslagen, En kommentar, Del 1, s. 1:6.

⁶³ ABL 1:5 och Prop. 2009/10:61 s. 10.

⁶⁴ ABL 1:14.

⁶⁵ Skog, Rolf, s. 24, och Sandström, Torsten, Svensk aktiebolagsrätt, s. 56.

⁶⁶ Neiss, Sherwood, m fl, s. 26.

uppmärksammas mer under det komparativa avsnittet. En av de främsta anledningarna till kraschen var spekulation i stor omfattning, vilken delvis intensifierades av att annonsering av erbjudanden om värdepapper skedde i tidningar till allmänheten.⁶⁷ Efter kraschen 1929 infördes regler i USA som hindrade sådan annonsering, då det inte ansågs önskvärt att annonsering av värdepapper skedde till allmänheten på ett så öppet sätt. Istället ställdes krav på att företag som ville anskaffa kapital skulle noteras på en börs och samtidigt därmed utge omfattande information om företaget, värdepapperna och investeringsrisken. Lagändringar har därefter införts som tillåter privata aktiebolag att rikta erbjudanden till förmögna investerare. Den bakomliggande tanken var att enbart investerare som förstod investeringsrisken samt hade råd att hantera eventuella förluster, skulle nås av erbjudandena.⁶⁸ Det amerikanska annonseringsförbudet framstår således ha sin grund i dels investerarskydd och dels skydd för samhällsekonomin i stort. Reglerna som genomfördes avsåg främja hållbara marknader samt upprätthålla förtroende för de finansiella marknaderna.

I svensk doktrin har uttalats att annonserings- och spridningsförbudet i ABL 1:7, som hindrar de privata aktiebolagen från att sprida sina värdepapper, bland annat ska ses mot bakgrund av att det för publika bolag finns omfattande regler angående upprättande av prospekt vid nyemissioner riktade till allmänheten.⁶⁹ Även börsregler innehåller omfattande skyldigheter för bolagen avseende informationsgivning.⁷⁰ Såväl börsreglerna som prospektreglerna speglar vikten av investerarskydd och informationsgivning när finansiella instrument erbjuds allmänheten. En av anledningarna bakom spridningsförbudet torde därmed vara investerarskydd och informationsasymmetrispekter liksom i USA. När privata aktiebolag erbjuder allmänheten värdepapper utgör det oreglerade erbjudanden. Om ett prospekt inte behöver upprättas finns inga egentliga lagkrav på informationsgivning avseende erbjudandet. Att det ställs mer långtgående krav på publika bolag avseende informationsgivning och redovisning än på privata innebär även att de privata bolagen är mindre transparenta, vilket kan försvåra för investerare att ta välgrundade beslut vid investeringar.

I förarbetena till bestämmelserna ABL 1:7 och 1:8 framstår anledningen till att de infördes ha sin bakgrund i att övriga EU-länder hade liknande utformning i sina rättsordningar, liksom Storbritannien som den svenska aktiebolagsmodellen bygger på. I förarbetena konstaterades att begränsningar angående kapitalanskaffning för de mindre aktiebolagen gällde i både tysk, engelsk och irländsk rätt samt att Norge och Finland lämnat lagförslag till att

⁶⁷ Neiss, Sherwood, m fl, s. 50.

⁶⁸ Neiss, Sherwood, m fl, s. 50.

⁶⁹ Nerep, Erik. Samuelsson, Per. Aktiebolagslagen, En lagkommentar, Kap 1-10. s. 46.

⁷⁰ Sevenius, Robert, Örtengren, Torsten. Börsrätt, s. 173-174.

införa samma begränsningar i sina lagar.⁷¹ Det bakomliggande syftet förefaller delvis ha varit att skydda bolagets borgenärer. I lagens förarbeten uttrycktes att eftersom det som skiljer de publika bolagen från privata är rätten att erbjuda allmänheten att teckna och förvärva värdepapper, samt låta dessa värdepapper bli föremål för allmän handel, så bör det krävas ett särskilt högt aktiekapital av de publika bolagen.⁷² Aktiekapitalet är det kapital som ska fungera som en garanti eller buffert för att bolaget ska kunna fullgöra sina förpliktelser gentemot borgenärerna. För att skydda bolagets egna kapital finns bland annat regler om tvångslikvidation i ABL för det fall likviditeten blir för låg. Det uppgavs vidare att ett högt aktiekapital är en förutsättning för en väl fungerande handel med aktier. Därav föreskrivs det även i börsernas regler att bolagen ska ha ett visst lägsta kapital.⁷³

Ytterligare aspekter som motiverar ett spridningsförbud för privata bolags värdepapper är troligen det högre skyddsvärde som finns för publika bolag, vilket motiveras av den stora ägarspridningen. Ser man till ABL finns ett flertal skyddsregler som ska säkerställa att driften av det publika aktiebolaget ska fungera väl trots en vid spridning av ägandet. Som exempel kan nämnas regler kring kallelse till bolagsstämma, styrelse och revision.⁷⁴ I förarbetena uppgavs även att spridningsförbudet måste balanseras. Reglerna skulle förhindra spridning till allmänheten, men inte bli så snäva att de förhindrar privata aktiebolag från att ta in kapital genom erbjudanden som inte avser innebära en större spridning.⁷⁵

Av vad som framkommit ovan förefaller de bakomliggande orsakerna till att privata bolags aktier inte får spridas till allmänheten främst vara investerarskydd och skydd för de finansiella marknaderna. Även att det privata bolagets bundna kapital är lågt, vilket innebär ett mer begränsat skydd för borgenärerna, verkar vara en orsak. Av samma anledning lämpar sig inte privata värdepapper för allmän handel. Informationsasymmetrier och låg transparens borde utgöra viktiga skäl. Avslutningsvis bör poängteras att de aktiebolagsrättsliga reglerna har förenklats för privata bolag och anpassats till få aktieägare. Med många aktieägare följer större behov av regler för ledning, organisation och minoritetsskydd.⁷⁶ Om privata bolag vill ta in kapital på ett sätt som liknar de publika kan det vara lämpligt att fler av reglerna för de publika bolagen även tillämpas på de privata eftersom ägarkretsen blir spridd.

⁷¹ Prop. 1993/94:196 s. 76.

⁷² Prop. 1993/94:196 s. 75 och s. 79.

⁷³ Prop. 1993/94:196 s. 79.

⁷⁴ Aktiebolagslag (2005:551) 7:18 2 st, 8:1, och 9:1 2 st.

⁷⁵ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁷⁶ Prop. 1993/94:196 s. 75.

4.4 Förbudet att annonsera och sprida privata värdepapper

Förbudet för privata aktiebolag att vända sig till allmänheten för att anskaffa kapital kan delas upp i två delar. Den första delen utgörs av förbudet för bolagen att till allmänheten försöka sprida bolagets värdepapper genom annonsering eller på annat sätt. Denna del regleras i ABL 1:7. Den andra delen regleras i ABL 1:8 och förbjuder handel med privata värdepapper på en reglerad marknad eller annan organiserad marknadsplats. Paragraferna ger tillsammans uttryck för att privata bolag, till skillnad från publika, inte får vända sig till allmänheten för att anskaffa kapital. Under denna del kommer ABL 1:7 beskrivas. I följande avsnitt 4.5 behandlas ABL 1:8 och därefter beskrivs de straffrättsliga aspekterna i avsnitt 4.6.

I paragrafens första stycke har privata aktiebolag liksom aktieägare i sådana bolag förbjudits att genom annonsering försöka sprida aktier och andra värdepapper som bolaget har gett ut. Spridningen kan ske genom försäljning av ett större antal befintliga värdepapper eller genom utgivande av nya. Det anses även som ett förbudet spridande om bolaget uppdrar åt annan, som ett värdepappersinstitut, att förmedla bolagets finansiella instrument till allmänheten.⁷⁷ Andra stycket förbjuder privata aktiebolag och dess aktieägare att på annat sätt än genom annonsering försöka sprida bolagets värdepapper. I detta stycke finns undantag från förbudet. Det är tillåtet att sprida erbjudanden om att teckna eller förvärva värdepapper om erbjudandet inte riktar sig till fler än 200 personer. Det är även tillåtet att sprida erbjudanden som enbart riktar sig till en krets, vilken i förväg har anmält intresse av sådana erbjudanden, om antalet utbudna poster inte överstiger 200. Undantag från såväl förbudet att annonsera och sprida på annat sätt gäller för erbjudanden som riktas till högst tio förvärvare samt för aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

4.4.1 Begreppet värdepapper

I regelns första stycke specificeras aktier, teckningsrätter, skuldebrev och teckningsoptioner som de finansiella instrument vilka omfattas av spridningsförbudet. Förbudet avser både utgivande och försäljning av ett större antal värdepapper. I förarbetena uttalas att de åtgärder som främst åsyftas med spridningsförbudet är riktade emissioner av aktier och konvertibla skuldebrev och att försäljningen avser ett större antal av dessa.⁷⁸ I doktrin omnämns också bland annat vinstandelsbevis, kapitalandelsbevis och företagscertifikat under förutsättning att utformningen är att jämställa med ett löpande skuldebrev.⁷⁹ Enkla skuldebrev utgör som utgångspunkt inte värdepapper till skillnad från

⁷⁷ Prop 1993/94:196 s. 141-142.

⁷⁸ Prop. 1993/94:196 s. 141.

⁷⁹ Andersson, Sten, m fl, s. 1:15 och Nerep, Erik, m fl, s. 46.

löpande skuldebrev.⁸⁰ I och med det borde enkla skuldebrev endast undantagsvis omfattas av förbudet.

Tillämpningen av begreppet värdepapper torde i normalfallet inte föranleda några problem vid crowdequity-investeringar. Vid sådana investeringar utfärdas eller säljs vanligen aktier vilka omfattas av förbudet.

4.4.2 Genom annonsering försöka sprida

Med begreppet försöka sprida, tidigare utformat som *söka sprida*, åsyftas enligt förarbetena spridning genom annonsering, rundskrivelser eller andra former av meddelanden som riktar sig till andra än dem inom den befintliga delägarkretsen.⁸¹ Det anses även som ett spridande om bolaget eller dess aktieägare låter annan, till exempel ett värdepappersinstitut, förmedla värdepapperna till en större krets personer. Att enbart erbjuda den befintliga delägarkretsen att teckna nya aktier eller andra värdepapper utgör inte en spridning i lagens mening.

Första stycket förbjuder spridning genom annonsering. Med annons avses vanligen ett betalt meddelande eller erbjudande som sprids till allmänheten i tidning eller annan tryckt form. Förbudet korresponderar med motsvarande bestämmelse i 1975 års aktiebolagslag. I förarbetena till den lagen uttrycks att annonsering som marknadsföringsmetod anses särskilt ägnad att leda till en vid spridning av aktier.⁸² En sådan spridning går emot principerna som ligger bakom lagens utformning av privata och publika aktiebolag.⁸³ För annonsering gäller därmed ett generellt spridningsförbud eftersom erbjudandet kommer att nå ut till en obestämd krets av personer.⁸⁴ Författare har i doktrin uttalat att annonseringsförbudet torde utgöra en presumptionsregel.⁸⁵ Om exempelvis annonsering sker i en tidning med mindre än 200 läsare borde annonseringen i sig inte anses straffbar på grund av annonseringens begränsade spridning. Författarna anser att annonseringen borde behöva nå över 200 personer för att kunna föranleda straff.⁸⁶ Detta synsätt förefaller överensstämma med lagens förarbeten.⁸⁷ Gränsen på 200 personer, vilken återfinns i ABL 1:7 andra stycket härstammar från en statlig offentlig utredning utförd 1971. Utredningen omfattade bland annat frågor avseende upprättande av prospekt. Där uttalades att prospekt skulle upprättas om allmänheten berördes av emissionserbjudandet, det vill säga att erbjudandet offentliggjordes eller

⁸⁰ Nerep, Erik, m fl, s. 46.

⁸¹ Prop. 1993/94:196 s. 141.

⁸² Andersson, Sten, m fl, s. 1:16.

⁸³ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁸⁴ Sandström, Torsten, s. 56.

⁸⁵ Nerep, Erik, m fl, s. 47.

⁸⁶ Nerep, Erik, m fl, s. 47.

⁸⁷ Prop. 1993/94:196 s. 142.

riktades till en vidare krets. Avseende begreppet vidare krets uttrycktes att det var svårt att entydigt ange men att om erbjudandet skedde i sådana former att antalet tecknare eller köpare skulle bedömas överstiga 200 så var det klart att prospekt skulle upprättas.⁸⁸ En grupp överstigande 200 personer utgjorde enligt utredningen följaktligen en vidare krets.

I förarbetena till nuvarande aktiebolagslag uttalas att annonser såväl i tidningar som i andra former omfattas av förbudet.⁸⁹ Författare i doktrin har utgått ifrån att annonsering av försäljningserbjudanden på internet omfattas.⁹⁰ Detta resonemang framstår som rimligt då internet idag är ett viktigt sätt för företag att nå ut med annonser. Att internetannonsering inte omnämns i propositionen torde enbart bero på att den skrevs för drygt tjugo år sedan då internet knappt existerade för allmänheten. Att crowdequity-erbjudandena är internetbaserade, torde således inte ha någon betydelse, om de kan bedömas utgöra annonser.

4.4.3 Lagregelns undantag

Som en komplettering till annonseringsförbudet gäller att privata bolag inte heller på annat sätt får försöka sprida sina värdepapper. Spridning på annat sätt kan enligt förarbetena exempelvis vara rundskrivelser.⁹¹ Här borde även massutskick av mail och brev inbegripas. Från förbudet att sprida på annat sätt finns undantag. Det första undantaget gäller då erbjudandet inte riktas till fler än 200 personer. Begränsningen avsåg att uppnå överensstämmelse mellan ABL och tidigare prospektregler.⁹² Med andra ord är spridning på annat sätt än genom annonsering tillåtet om erbjudandet riktas till maximalt 200 fysiska eller juridiska personer. Antalet aktieposter som får erbjudas är i dessa fall obegränsat.

Från förbudet i paragrafens andra stycke, att sprida på annat sätt än annonsering, undantas även erbjudanden som riktar sig till en krets vilken i förväg har anmält intresse av att ta del av erbjudanden om att teckna eller förvärva värdepapper. I detta fall får erbjudandet rikta sig till ett obegränsat antal personer med ett maximalt antal utbudna poster om 200. I förarbetena anges som bakgrund till undantaget att det inte krävs lika hög grad av restriktivitet då det gäller professionella placerare.⁹³ Detta uttalande verkar ha baserats på en presumtion hos lagstiftaren att främst professionella investerare föranmäler sitt intresse angående erbjudanden om teckning eller förvärfv av aktier. I förarbetena uttalas att det dels kan röra sig om penningplacerare som särskilt har anmält till bolaget eller dess aktieägare att de vill bli kontaktade

⁸⁸ SOU 1971:9 s. 80.

⁸⁹ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁹⁰ Andersson, Sten, m fl, s. 1:16.

⁹¹ Prop. 1993/94:196 s. 143.

⁹² Prop. 1993/94:196 s. 144.

⁹³ Prop. 1993/94:196 s. 143.

angående erbjudanden. Dels kan det gälla penningplacerare som inte har varit i direkt kontakt med bolaget men som på annat sätt visat intresse av att få ta del av eventuella erbjudanden. Vidare kan nämnas att det i doktrin uttrycks att undantaget främst bör gälla erbjudanden som har utformats annorlunda än en annons till allmänheten.⁹⁴ Författarna specificerar inte sina tankar närmre än så angående detta men troligen åsyftas att ett annonseringsliknande förfaranden inte borde omfattas av undantaget, med hänsyn till att annonsering som utgångspunkt är förbjuden.

Ytterligare två undantag från det generella annonseringsförbudet stadgas i paragrafens tredje stycke. Det ena avser när erbjudandet riktar sig till högst tio förvärvare. De situationer som åsyftas här är när bolaget ska överlåtas i sin helhet eller när syftet är att hitta ett fåtal nya delägare. I förarbetena uttalas att det i dessa situationer finns starka skäl att tillåta annonsering samt att det här inte är fråga om spridning till allmänheten, vilket är det som förbudet avser att hindra.⁹⁵ Att överlåta bolaget i sin helhet är det inte fråga om vid crowdequity och antalet nya delägare borde enbart i undantagsfall understiga tio till antalet. Undantaget torde därmed i allmänhet inte bli aktuellt då crowdequity-bolag vanligen vill vända sig till en större krets investerare. Däremot kan undantaget givetvis bli tillämpligt om bolaget enbart söker 10 nya delägare. Det kan vidare diskuteras huruvida undantaget kan tillämpas om ett bolag från början avser att ta in tio delägare, men senare ändrar sig och tar in ytterligare investerare efter att fler visat intresse. Troligen kan det ovan beskrivna inte föranleda straff, under förutsättning att det inte sätts i system. Det torde i så fall bli en bevisfråga avseende huruvida bolaget faktiskt avsett att enbart ta in tio investerare.

Det andra undantaget gäller aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning. Bolagsformen skapades för verksamheter som drivs av andra skäl än att skapa vinster för aktieägarna.⁹⁶ Bolag som skulle drivas med denna företagsform förmodades generellt ha många intressenter varför ett spridningsförbud för finansiella instrument hade inverkat negativt på bolagets förmåga att attrahera kapital.⁹⁷ Även detta undantag borde enbart i undantagsfall kunna bli aktuellt. Vanligen är bolagen som söker kapital via crowdequity traditionella privata aktiebolag.

4.4.4 Spridningsförbud i Skandinavien och Storbritannien

Under detta avsnitt kommer en beskrivning ges av spridningsförbuden för den mindre aktiebolagsformen i Norge, Danmark och Storbritannien. Framställningen avser att skapa en större förståelse hos läsaren för den svenska

⁹⁴ Nerep, Erik, m fl, s. 47.

⁹⁵ Prop. 1993/94:196 s. 144.

⁹⁶ Prop 2004/05:178 s. 1.

⁹⁷ Prop 2004/05:178 s. 25.

regleringen, genom att belysa hur andra länder utformat sina regler, avseende motsvarande problem.

Norge hade liksom Sverige fram till början av 90-talet enbart en aktiebolagsform men införde vid samma tid två kategorier av aktiebolag. Gränsdragningen förslogs även där bli att de aktiebolag som var anpassade till få ägare inte skulle ha samma möjligheter, som bolag anpassade till många aktieägare, att inbjuda allmänheten till att teckna eller förvärva värdepapper från allmänheten.⁹⁸ De norska aktiebolagsformerna kallas *aksjeselskap* och *allmennaksjeselskap*. Aksjeselskap är den bolagsform som motsvarar det svenska privata aktiebolaget medan allmennaksjeselskap motsvarar det publika. Reglerna för de båda kategorierna har införts i två olika lagar, *aksjeloven* och *allmennaksjeloven*. I en statlig offentlig utredning betecknades de mindre bolagen som stängda medan de större kännetecknades av öppenhet.⁹⁹

Enligt norsk doktrin drogs skiljelinjen mellan de två bolagen, liksom föreslogs, vid att enbart bolag anpassade till en spridd ägarkrets skulle ha möjlighet att ta in kapital genom att erbjuda allmänheten att teckna aktier.¹⁰⁰ Den lagtekniska utformningen blev att enbart redan existerande aktieägare eller bestämt namngivna personer, kan erbjudas att teckna nya aktier då ett aksjeselskap genomför en nyemission.¹⁰¹ Om personer förutom aktieägarna erbjuds teckna aktier ska dessa således namnges i bolagets beslut om att kapitalökning ska vidtas.¹⁰² Personer som inte har namngivits får inte efter att beslutet har fattats, bjudas in till aktieteckning.

Enligt norsk doktrin framstår det som att denna distinktion har fått mindre betydelse. Dels genom att aksjeloven inte begränsar antalet aktieägare i bolagen, dels genom att det är möjligt att registrera dess värdepapper i värdepappersregister och dels genom att det inte finns något hinder mot att införa kursnoteringssystem för aktierna i ett aksjeselskap.¹⁰³ Emellertid kan aktierna inte börsnoteras men på det stora hela kan ett aksjeselskap få en utformning som är mycket lik allmennaksjeselskapet.¹⁰⁴ Utformar aksjeselskapet sin värdepappershantering på detta vis måste det dock följa vissa regler i allmennaksjeloven, bland annat avseende upprättande av aktiebok och insyns rätt

⁹⁸ Prop 1993/94:196 s. 74.

⁹⁹ Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad, Tone. Skåre, Jan. Aksjeloven och allmennaksjeloven, Kommentartutgåve, s. 34.

¹⁰⁰ Aarbakke, Magnus, m fl, s. 34.

¹⁰¹ Aksjeloven, Kap. 10, § 10-1.

¹⁰² Aarbakke, Magnus, m fl, s. 649.

¹⁰³ Aarbakke, Magnus, m fl, s. 34.

¹⁰⁴ Aarbakke, Magnus, m fl, s. 34.

i aktieboken.¹⁰⁵ Antalet aktieägare i aksjeselskapet kan också få betydelse för vilka regler som ska tillämpas.¹⁰⁶

I Danmark finns två separata aktiebolagsformer istället för två kategorier som i Sverige och Norge. Landet införde sin privata aktiebolagsform *anpartsselskab* 1974 i samband med dess inträde som medlemmar i EU, dåvarande EG. Den publika varianten kallas för *aktieselskab* och bolagsformerna regleras i två olika lagar; *aktieselskabslov* och *anpartsselskabslov*. För anpartsselskab gäller ett lägre aktiekapital än för aktieselskab och i stort sett får inte aktier i anpartsselskab erbjudas allmänheten.¹⁰⁷ I den danska lagen regleras detta, i likhet med Norge, genom att den som tecknar aktier i bolaget ska anges med namn i bolagsbeslutet avseende ökning av aktiekapitalet.¹⁰⁸ Detta utgör en skillnad jämfört med aktieselskab vars ökningsbeslut inte behöver innehålla en sådan teckningslista.¹⁰⁹ Vidare är enbart aktier och inte *anparter*, andelarna i ett anpartsselskab, negotiabla.¹¹⁰ Anparter kan inte heller göras negotiabla. Det innebär att om anparten övergår till annan ägare eller pantsätts så är det inte giltigt mot överlåtarens borgenärer om inte anpartsselskabet mottagit meddelande om överlåtelsen.¹¹¹ Både aktier och anparter är som huvudregel omsättningsbara men förbehåll kan finnas i bolagens bolagsordningar.¹¹²

Storbritannien har som nämnts ovan två huvudkategorier av aktiebolag; *private company limited by shares (Ltd.)* och *public limited company (PLC)*. Begreppet *limited* står för att ägarnas personliga betalningsansvar är begränsat. Den brittiska bolagslagen, *Companies Act*, förbjuder privata aktiebolag att erbjuda allmänheten värdepapper.¹¹³ Den privata aktiebolagsformen kom in i engelsk lagstiftning 1907.¹¹⁴ Redan då intogs ett förbud avseende att erbjuda allmänheten att teckna eller förvärva aktier och skuldebrev utgivna av bolaget.¹¹⁵ Undantag gäller bland annat för om erbjudandet sker i samband med att bolaget ska registreras som ett offentligt bolag eller om det sker till ett fåtal personer som redan var kända av bolaget.¹¹⁶ Om ett bolag bryter mot förbudet att rikta erbjudanden till allmänheten blir påföljden att domstol kan ålägga bolaget att avbryta försäljningen samt att omregistrera sig som ett privat

¹⁰⁵ Aarbakke, Magnus, m fl, s. 34 jmf. Aksjeloven Kap 5 § 4-10.

¹⁰⁶ Aarbakke, Magnus, m fl, s. 34.

¹⁰⁷ Prop 1993/94:196 s. 73.

¹⁰⁸ Anpartsselskabslov § 38 jmf. Werlauff, Erik. Werlauff's kommenterede Anpartsselskabslov. s. 202.

¹⁰⁹ Aktieselskabslov § 32.

¹¹⁰ Munck, Noe. Hedegaard Kristensen, Lars. Selskabsformerne – laerebog i selskabsret. s. 174.

¹¹¹ Anpartsselskabslov § 18 st. 1-2. Munck, Noe, m fl, s. 202.

¹¹² Munck, Noe, m fl, s. 202.

¹¹³ Companies Act 2006, c. 46, Part 20, Chapter 1, Section 755.

¹¹⁴ SOU 1992:83 s. 114.

¹¹⁵ SOU 1992:83 s. 114.

¹¹⁶ Companies Act 2006, c. 46, Part 20, Chapter 1, Section 756.

aktiebolag.¹¹⁷ I den tidigare lagen var det ett brott som kunde föranleda straff men nu förekommer enbart en civilrättslig påföljd.¹¹⁸ Lagen påbjuder inte någon civilrättslig ogiltighet avseende förbjuden försäljning.¹¹⁹ Vidare får ett brittiskt privat bolag inte låta sina värdepapper bli föremål för handel på en börs.

I en utredning utförd av en engelsk advokatbyrå avseende crowdfunding, uttrycktes att det endast fanns begränsad vägledning kring vad som gäller för det engelska spridningsförbudet. Deras tolkning var att det fanns en risk för att privata bolag som ger ut aktier via crowdequity bedöms bryta mot förbudet i sektion 755.¹²⁰

4.5 Förbudet mot organiserad handel

ABL 1:8 kompletterar ABL 1:7 på så vis att den förbjuder handel med aktier och andra finansiella instrument i privata aktiebolag. De finansiella instrumenten får inte bli föremål för handel på en reglerad marknad, det vill säga en börs, och inte heller på en annan organiserad marknadsplats. Privata aktiebolag kan således inte marknadsnotera sina aktier.¹²¹

Inledningsvis kan nämnas att förutsättningar för allmän handel av mindre bolags aktier diskuterades av lagstiftaren 1991. I en proposition, avseende att skapa mer gynnande förutsättningar för mindre bolags verksamhet, föreslogs bland annat utformning av en effektivare riskkapitalmarknad för mindre företag. Det uppgavs att de mindre bolagen var beroende av en god tillgång på kapital och att riskkapitaltillgången för de mindre bolagen behövde öka väsentligt.¹²² För att uppnå detta skrev regeringen bland annat att förutsättningarna för allmän handel med bolagens aktier borde förbättras.¹²³ Avseende att få till stånd en väl fungerande riskkapitalmarknad ansågs det betydelsefullt med möjligheter för investerare att vid ett väl valt tillfälle kunna sälja sina andelar. Regeringen diskuterade därmed att en alternativ marknad till OTC-handeln, vilken kommit att präglas av handel för större bolag, företrädesvis borde finnas där handel kunde ske med de mindre bolagens aktier. En marknad lik den som bedrevs av börserna. Frågan hänsköts till vidare utredning och såsom reglerna ser ut idag, kom en sådan marknad aldrig till stånd.¹²⁴

¹¹⁷ Companies Act 2006, c. 46, Part 20, Chapter 1, Section 757-758.

¹¹⁸ Companies Act 1985, Section 81 (1).

¹¹⁹ Companies Act 2006, c. 46, Part 20, Chapter 1, Section 760.

¹²⁰ UKIE, Crowd Funding Report: A Proposal to Facilitate Crowd Funding in the UK. s. 10.

¹²¹ Nerep, Erik, m fl, s. 17.

¹²² Prop. 1991/92:51. s. 12 och 24.

¹²³ Prop. 1991/92:51. s. 12.

¹²⁴ Prop. 1991/92:51. s. 25.

Syftet med förbudet i ABL 1:8 är att hindra de privata bolagens värdepapper från att bli föremål för organiserad handel.¹²⁵ Enligt förarbetena avser lagrummet handel på en börs eller annan organiserad marknadsplats.¹²⁶ Förbudet gäller både i Sverige och utomlands. En börs är en verksamhet som givits tillstånd att driva en eller flera reglerade marknader enligt LVM.¹²⁷ Förbudet inbegriper både den som köper och säljer samt den som ansvarar för driften av den organiserade marknadsplatsen.¹²⁸

Då crowdequity-plattformar inte kan anses utgöra någon börs, blir den intressanta frågan vad som ska omfattas av begreppet annan organiserad marknadsplats och huruvida crowdequity-plattformar kan anses utgöra en sådan marknadsplats. Att avgränsa detta begrepp har i doktrin ansetts problematiskt.¹²⁹

4.5.1 Begreppet annan organiserad marknadsplats

Någon allmän definition av organiserad marknadsplats finns inte. I förarbetena till 1975 års Aktiebolagslag gavs exemplen att företag som auktoriserats att driva marknadsplats, samt avtal om köp och försäljning som gjordes upp på telefon på penningmarknaden skulle anses utgöra handel på organiserad marknadsplats.¹³⁰ Vidare föreslog aktiebolagskommittén i förarbetena till nuvarande aktiebolagslag att begreppet organiserad marknadsplats skulle bytas ut mot "auktoriserad marknadsplats" eller "annan reglerad marknad". Regeringen ansåg dock att det var bättre att behålla det vidare begreppet organiserad marknadsplats med hänsyn till bestämmelsens syfte, att hindra aktier i privata bolag från att bli föremål för organiserad handel.¹³¹

Enligt förarbetena bör företag vilka driver handelsplattform betraktas som organiserade marknadsplatser.¹³² En handelsplattform drivs av en börs eller ett värdepappersinstitut och enligt definitionen ska plattformens verksamhet innefatta att sammanföra ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man, så att detta leder till avslut.¹³³ Vid crowdequity sammanförs visserligen köp- och säljintressen men avslut av transaktionerna

¹²⁵ Prop. 2004/05:85 s. 514.

¹²⁶ Prop. 2004/05:85 s. 514

¹²⁷ Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, "LVM" 1:5 p. 3. Definitionen av en reglerad marknad är ett system som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man så att det leder till avslut, se LVM 1:5 p. 20.

¹²⁸ Prop. 2004/05:85 s. 514.

¹²⁹ Nerep, Erik, m fl, s. 50.

¹³⁰ Prop. 1993/94:196 s. 144.

¹³¹ Prop. 2004/05:85 s. 514.

¹³² Prop. 2006/07:115. s. 677.

¹³³ Definition handelsplattform, LVM 1 kap 5 § 12 p: "ett multilateralt handelssystem (Multilateral Trading Facility, MTF) inom EES som drivs av ett värdepappersinstitut eller en börs och som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – inom systemet och i enlighet med icke skönsmässiga regler – så att detta leder till avslut".

erbjuds vanligen inte av intermediären utan måste företas separat. Därav borde intermediären inte kunna anses utgöra en handelsplattform. I doktrin har uppgivits att handel i icke-organiserad form är tillåten om den syftar till begränsad spridning, som exempel nämns aktieförmedling genom mäklare.¹³⁴ Andra författare har uttryckt att med organiserad handel avses förekomsten av en sekundärmarknad med bolagens värdepapper.¹³⁵ Vidare skriver författarna att en organiserad marknadsplats kan uppstå genom mycket enkla medel och att den kan vara tillfällig eller permanent.¹³⁶ Mer vägledning än så ges inte avseende vilka kriterier som gäller.

Det föreslogs i förarbetena till ABL 2005 att även handel med privata bolags värdepapper genom värdepappersinstitut skulle förbjudas genom ABL 1:8. Förslaget gick dock inte igenom med motiveringen att bolagen borde få använda sig av sådana institut om de inte bryter mot spridningsförbudet i ABL 1:7.¹³⁷ I senare förarbeten till lagen uttrycks dock att beroende på verksamhetens karaktär och omfattning så kan handel som sker genom värdepappersinstitut bedömas som en organiserad marknadsplats.¹³⁸ Ett värdepappersinstitut driver värdepappersrörelse och för detta krävs tillstånd från FI. Värdepappersrörelse är verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla investeringstjänster eller utföra investeringsverksamhet.¹³⁹ Värdepappersrörelse regleras av lagen om värdepappersmarknaden som bygger på ett EU-direktiv, MiFID-direktivet.¹⁴⁰ I en sammanställning av rättsläget inom EU har uttryckts att det finns en risk att crowdfunding-intermediärer faller under direktivets bestämmelser.¹⁴¹ En investeringstjänst kan exempelvis vara "mottagande och vidarebefordran av order" i fråga om ett eller flera finansiella instrument.¹⁴² Detta påminner om crowdequity-förfarandet. Finansinspektionens tolkning av rekvisitet redogörs för i förarbetena vilken innebär att enbart tillhandahållande av en mötesplats för säljare och köpare inte borde omfattas av mottagande och vidarebefordran av order.¹⁴³ Regeringen uttrycker dock större osäkerhet och vill inte uttala sig om en mötesplats ska bedömas i förhållande till direktivet. Det uppges att huruvida en mötesplats ska omfattas av reglerna är beroende av omständigheterna i det enskilda fallet. Därav finns eventuellt en risk för att crowdequity-intermediärer kan bedömas bedriva värdepappersrörelse.

¹³⁴ Sandström, Torsten, s. 56.

¹³⁵ Nerep, Erik m fl, s. 446.

¹³⁶ Nerep, Erik m fl, s. 50.

¹³⁷ Prop. 1993/94:196 s. 144.

¹³⁸ Prop. 2004/05:85 s. 514.

¹³⁹ LVM 1 kap 5 § 28 p.

¹⁴⁰ Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) 2004/39/EC.

¹⁴¹ De Buysere, Cristof. Gajda, Oliver. Kleverlaan, Ronald. Marom, Dan. A framework for European Crowdfunding, s. 31.

¹⁴² LVM 2 kap 1 §.

¹⁴³ Prop. 2006/07:115 s. 307, Tolkningen har gjorts av FI.

Även om en intermediär skulle anses bedriva värdepappersrörelse måste beaktas verksamhetens karaktär och omfattning, vid bedömningen av om det utgör en organiserad marknadsplats.¹⁴⁴ Nedan under avsnitt 4.8.4 diskuteras mer ingående hur lagrummet bör tillämpas på crowdequity-förfarandet.

4.6 Straffsanktion vid överträdelser

De ovan beskrivna reglerna om förbud för privata aktiebolag att sprida finansiella instrument samt förbudet att handla med sådana instrument på en organiserad marknadsplats är genom ABL 30:1 straffsanktionerat med böter eller fängelse i högst ett år. Sanktionen hänför sig till specialstraffrätten då paragrafen framgår av aktiebolagslagen och inte av brottsbalken.¹⁴⁵ Spridningsförbudet och förbudet mot organiserad handel i ABL tillkom för att harmonisera den svenska lagen med EU-rätten. Straffsanktionen infördes för att tillse att gränsdragningen mellan bolagskategorierna skulle följas. I förarbetena uttrycks att andra EU-länder annars kunde komma att ifrågasätta huruvida den svenska lagstiftningen, avseende privata aktiebolag, verkligen anpassats till de bolagsrättsliga reglerna inom EU.¹⁴⁶

För straff krävs uppsåt hos gärningsmannen både vad gäller att erbjudandet avser privata aktiebolags värdepapper och att det rör sig om en sådan spridning vilken är förbjuden enligt ABL 1:7. Vidare ska för straff enligt ABL 1:8 gärningsmannens uppsåt täcka att handeln sker på börs eller annan organiserad marknadsplats.

4.6.1 Straffansvar

Om det är ett bolag som har överträtt förbuden faller ansvaret på den som tagit beslutet avseende spridningen eller den som på grund av sin ställning har verkställt beslutet.¹⁴⁷ För straffansvar krävs inte att erbjudandet leder till försäljning, aktieteckning eller liknande. Enbart försök är också straffbart. Det nu nämnda innebär att om crowdequity omfattas av förbudet har såväl de företag som genomfört en framgångsrik kampanj som de företag som misslyckats med kampanjen gjort sig skyldiga till lagbrott. Även den som uppsåtligen medverkar till överträdelse av förbudet borde kunna bli ansvarig för brott. Det går inte att utläsas av lagbestämmelsen men inom specialstraffrätten anses medverkan enligt BrB 23:4 vara straffbart, om det för brottet är föreskrivet fängelse, oavsett om så framgår av lagtexten.¹⁴⁸

¹⁴⁴ Prop. 2004/05:85 s. 514.

¹⁴⁵ Samuelsson, Per. Afrell, Lars. Cavallin, Samuel. Sjöblom, Nils. Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet, En kommentar, s. 118.

¹⁴⁶ Prop. 1993/94:196 s. 86.

¹⁴⁷ Andersson, Sten, m fl, s. 30:3 och Prop. 1993/94:196 s. 211.

¹⁴⁸ Prop. 1993/94:196 s. 211.

Straffbestämmelsen träffar den som uppsåtligt bryter mot reglerna i ABL 1:7 eller 1:8. Förbudet i ABL 1:7 avser privata aktiebolag, med andra ord den i bolaget som tagit eller verkställt beslutet, och aktieägare i sådana bolag som sprider bolagets värdepapper. En aktuell fråga måste därmed bli huruvida intermediären har något straffansvar enligt ABL 1:7. I förarbetena uttalades att det utgör ett förbudet spridande om bolaget uppdrar åt annan, som ett värdepappersinstitut, att förmedla bolagets finansiella instrument till allmänheten.¹⁴⁹ Eftersom paragrafen enbart omnämner privata aktiebolag och dess ägare såsom de personer vilka omfattas av förbudet torde intermediären endast kunna bedömas ansvara för medverkan.

Förbudet i 1:8 omfattar alla aktörer, såväl den som driver marknadsplatsen som dem som köper och säljer privata aktiebolags finansiella instrument.¹⁵⁰

4.6.2 Civilrättslig ogiltighetspåföljd

I den statliga offentliga utredningen avseende den svenska bolagsrättens anpassning till EU-reglerna, föreslogs att överträdelser av förbudet skulle förenas med såväl straff som civilrättslig ogiltighetsverkan för att ge tyngd till bestämmelserna. Förslaget gick inte igenom med anledning av att den som främst hade drabbats av en sådan ogiltighet hade varit den person som köpt instrumenten, antagligen i god tro, och inte den som brutit mot förbudet.¹⁵¹ Av förarbetena framgår att aktier och andra värdepapper som sålts eller utfärdats i strid mot lagens bestämmelser inte drabbas av någon civilrättslig ogiltighet.¹⁵² Emellertid kan en person som lidit ekonomisk skada kräva skadestånd av personer som medverkat till förbjuden spridning av privata aktiebolags värdepapper.¹⁵³

4.6.3 Restriktiv tolkning

Utgångspunkten avseende det straffbara området för ABL 1:7 och 1:8, måste vara att det ska tolkas restriktivt.¹⁵⁴ Som framgått ovan är paragrafen relativt oklar till sin utformning och med hänsyn till att den skrevs ett par decennier tillbaka i tiden illa anpassad till den tekniska utveckling som därefter har skett och därmed till crowdequity som finansieringsform. Inom straffrätten gäller legalitetsprincipen. Oklarheter i lagen får inte tolkas till nackdel för den tilltalade, denna rätt är grundlagsskyddad. Detta får särskild betydelse för verksamheter som bedrivs på finansiella marknader eftersom de kan förändras

¹⁴⁹ Prop 1993/94:196 s. 141-142.

¹⁵⁰ Prop. 2004/05:85 s. 514.

¹⁵¹ Prop. 1993/94:196 s. 86.

¹⁵² Prop 1993/94:196 s. 86.

¹⁵³ Sandström, Torsten, s. 56.

¹⁵⁴ Nerep, Erik, m fl, s. 48.

fort och utvecklas mycket snabbare än lagtexten.¹⁵⁵ Fullständig överensstämmelse mellan lagtext och gärning är nästintill omöjligt att uppnå vid lagstiftningsarbete.¹⁵⁶ En viss tolkning av lagtexten måste alltid ske vilken dock inte får vara för vidsträckt och inte till nackdel för den tilltalade vid förekomsten av vaga rekvisit. I legalitetsprincipen finns det så kallade *praeter legem*-förbudet vilket framgår *e contrario* av RF 8:3. Förbudet innebär att lagstiftaren inte får överföra beslutanderätten, genom att använda vaga rekvisit, på rättstillämparen som då i sin tur måste avgöra vad som ska omfattas av rekvisiten.¹⁵⁷

4.7 Crowdequity i praktiken

Under detta avsnitt beskrivs hur finansiering genom crowdequity går till i praktiken. Som exempel har plattformar verksamma i Sverige och Finland studerats och det är deras tillvägagångssätt som här beskrivs. Tillvägagångssättet kan skilja sig något åt mellan olika plattformar.

Plattformar som tillhandahåller belönings- och donationsbaserad crowdfunding har funnits sedan tidigt 2000-tal. På grund av att den rättsliga regleringen är mer strikt avseende ägarkapital är det först under de senaste åren som sådana investeringar har varit möjliga. Crowdequity lanserades i Sverige 2011. Då en användare går in på en plattforms hemsida möts denne av så kallade *teasers* om pågående kampanjer vilka liknar en mindre annons. På vissa av plattformarna ges knappt någon information förrän vid inloggning men på andra visas desto mer. På en del av plattformarna framgår det redan av den öppna hemsidan att bolagens kampanjer avser ägarkapital, hur många som hittills investerat samt hur många procent av det eftersökta kapitalet som blivit finansierat. Klickar användaren på annonsen visas allmän information om bolaget, affärsidén och presentationsvideos. För att se finansiell information måste användaren dock registrera sig, gå in på bolagets presentationssida och där klicka på en särskild flik. Då visas hur många procent av ägarkapitalet som erbjuds, vad det har värderats till och kostnaden per andel. På bolagens visningssida har användaren tillgång till finansiella dokument såsom hur värderingen av bolagets ägarandelar utförts och framtidsprognoser etc.

4.7.1 Det kapitalsökande bolaget och dess kampanj

En entreprenör som vill anskaffa kapital genom crowdequity får börja med att registrera ett konto på en internetplattform som erbjuder ägarkapital och där göra en ansökan. Ansökan ska bland annat innehålla en presentationsvideo där verksamheten beskrivs och förklaring ges av vad pengarna ska användas till. Vidare ska presentationen innehålla en affärsplan, beskrivning av nyckelpersonerna som arbetar i bolaget, det investeringsmål som utgör den

¹⁵⁵ Samuelsson, Per, m fl, s. 119.

¹⁵⁶ Samuelsson, Per, m fl, s. 121.

¹⁵⁷ Samuelsson, Per, m fl, s. 127.

totala summan kapital bolaget söker samt den procentuella andelen av bolagets aktiekapital som erbjuds investerarna. Intermediärerna kan ha olika kriterier för vilka bolag som godkänns och bakgrundskontroller kan utföras. Vissa erbjuder crowdequity enbart till svenska entreprenörer medan andra godkänner europeiska företag. Det förekommer även krav på att investeringsmålet ska uppgå till ett visst lägsta belopp.

Efter att bolaget skickat in sin ansökan och den blivit godkänd av intermediären publiceras den som en kampanj på plattformen. Kampanjerna kan då nås av alla registrerade investerare. Därefter marknadsför entreprenörerna sina kampanjer och får ta emot respons från potentiella investerarna. En kampanj pågår vanligen mellan 45-90 dagar. Investerare har under den tiden möjlighet att reservera och köpa andelar i bolaget. Enbart om investeringsmålet uppnås förs investeringarna över från finansiärerna till bolaget. Annars återförs kapitalet till finansiären. Efter en avslutad, framgångsrik kampanj tecknas köpeavtal och aktieägaravtal varigenom investerarna blir delägare i bolaget.

4.7.2 Intermediären

Intermediären tar ut en avgift på 5-6 % av det totala insamlade beloppet under kampanjerna. Utöver att erbjuda entreprenören tillgång till alla registrerade investerare, vilket är intermediärens främsta tillgång, får entreprenören vanligen hjälp med att presentera sin kampanj på bästa sätt och till viss del hjälp med att sprida kampanjen. Bland annat sker spridning genom plattformarnas veckobrev och i deras sociala nätverk, men främst av allt ligger ansvaret på bolaget att sprida kampanjen och samla ihop ett tillräckligt antal investerare.

Det skiljer sig i hur öppna plattformarna är. En del av plattformarna skyltar mer allmänt med pågående kampanjer och klargör redan på den öppna hemsidan att det rör sig om investeringar mot ägarkapital medan andra plattformar är mer slutna och kräver registrering. På de mer öppna plattformarna framgår det tydligt att det rör sig om försäljning av andelar i aktiebolag. Av de plattformar som studerats kräver emellertid samtliga att användaren är registrerad och inloggad för att få information om det exakta erbjudandet, det vill säga hur många procent av ägarkapitalet som säljs och till vilket pris.

4.7.3 Investerare

Som investerare godkänner plattformarna i regel alla över 18 år, oavsett nationalitet. Vissa av plattformarna undantar investerare av amerikansk nationalitet på grund av amerikansk lagstiftning, vilken kommer att redogöras för nedan. Det kan även förekomma att investeraren aktivt måste visa att denne är införstådd med investeringsrisken, genom att svara på frågor.

Investerare måste registrera sig på plattformen för att kunna investera i ett bolag. På bolagets presentationssida kan investeraren ange vilket belopp denne vill placera. Därefter går det till så här hos en av de studerade plattformarna; investeraren får fylla i en anmälningssedel som ska skrivas ut, signeras och postas till intermediärens samarbetspartner, en fondkommissionär. Till anmälningssedeln är bifogat ett standardaktieägaravtal som investeraren därmed samtidigt undertecknar. Fondkommissionären hanterar nyemissionerna och aktieteckningarna. Efter att anmälningssedeln skickats in får investeraren ett inbetalningsformulär och betalningen går till ett klientmedelskonto. Enbart om kampanjen uppnår det utsatta investeringsmålet betalas pengarna ut till det kapitalsökande bolaget. Annars återfår investeraren summan. Om kampanjen lyckas kommer således investeraren direkt äga aktier i bolaget och införas i aktieboken som aktieägare.

Investerarna upplyses om att det innebär en risk att investera i bolag i ett sådant tidigt skede som det vanligen är fråga om vid crowdequity. Angående värdering uppges att det är nästintill omöjligt att göra en korrekt värdering av bolagen. Det meddelas att intermediären inte är någon finansiell rådgivare och att likviditetsbrist, investeringsförluster och utspädda ägarandelar är reella risker för investeraren. En av plattformarna uppger vidare att andelarna som förvärvas kan vara näst intill omöjliga att sälja då ingen sekundärmarknad finns för privata aktiebolags ägarandelar.

4.7.4 Övrigt

I jämförelse med lån är intag av kapital via nyemissioner ett mer långsiktigt kapitaltillskott för bolaget. Den som investerar gör typiskt sett det även av andra skäl än enbart ekonomiska. Det kan exempelvis vara på grund av intresse för produkten, att investeraren vill stödja bolag som kommer att verka i samma hemstad eller inom en särskild bransch. Ytterligare en aspekt av crowdequity är att finansiärerna ofta engagerar sig i bolaget vilket kan skapa mervärde. Dessa finansiärer kan bidra med kompetens och idéer som utvecklar affärsidén och ger företaget kunskap som det tidigare inte hade. Investerarna bidrar även till marknadsföring då de fungerar som ambassadörer och sprider kunskap om bolaget och produkten de investerat i. Investeraren kan i sin tur få möjlighet att påverka produkten eller tjänsten som bolaget senare kommer att erbjuda. Att hantera ett stort antal investerare medför emellertid även en stor arbetsbörda vilket det kapitalsökande bolaget behöver ta i beaktande.¹⁵⁸

Sociala medier spelar en stor roll för crowdequity-kampanjer eftersom de får spridning och uppmärksamhet av en större krets genom dessa. Det är inte

¹⁵⁸ Jakobsson, Josefine, Folkfinansiering på frammarsch. I artikeln beskrivs hur ett crowdequity-bolag behövt tillsätta en ny tjänst enbart för hanterandet av nytillkomna investerare.

ovanligt att annonser som lagts ut på plattformarna sedan delas på andra sajter. För entreprenören fungerar en kampanj som ett marknadstest. Att en affärsidé inte får ihop den sponsring som bolaget var ute efter är ett tecken på att idén inte är bärande på marknaden. En idé som däremot får ihop sitt kapital tyder på att det finns en efterfrågan och entreprenören kan genom kampanjen få respons på hur produkten mer exakt bör utformas för att passa kundkretsen.

Fördelar med crowdequity jämfört med traditionellt riskkapital är att ägarna kan behålla makten i företaget. Bolaget beslutar själv hur stor del av ägarkapitalet som ska erbjudas investerarna och för att underlätta röstning och liknande kan de emitterade aktierna utgöra B- eller C-aktier. Eftersom de kapitalsökande bolagen har möjlighet att ensidigt utforma de rättsliga dokumenten är det högst troligt att aktieägaravtal som är vinklade till de ursprungliga ägarnas fördel används. Genom aktieägaravtal är det således möjligt för bolagen att starkt begränsa de nya investerarnas inflytande i bolaget. Detta kan innebära ett kringgående av regler i ABL såsom minoritetsskyddsregler.

4.8 Tillämpning av ABL:s regler på crowdequity

Efter att ovan ha beskrivit de aktiebolagsrättsliga reglerna av betydelse för crowdequity-verksamhet, samt hur sådana investeringar går till i praktiken, ska nedan en tillämpning ske av reglerna på crowdequity-förfarandet.

4.8.1 Crowdequity och reglernas bakomliggande syfte

Eftersom tillvägagångssättet vid crowdequity innefattar att information om att bolagen säljer eller emitterar aktier når ut till en stor krets personer, på ett sätt som liknar annonsering, kan det vid en första anblick anses att crowdequity går emot spridningsförbudets syfte. Den grundläggande tanken förefaller ha varit att sådan spridning som nu sker vid crowdequity-investeringar inte skulle genomföras av privata aktiebolag på grund av den vida spridningen. Nedan ska en närmare bedömning göras av huruvida crowdequity-förfarandet omfattas av förbudet eller kan anses falla under något av regelns undantag. Angående det i förarbetena framförda argumentet att en hög kapitalbas är en viktig förutsättning för allmän handel med aktier kan kommenteras att crowdequity inte åsyftar möjliggöra andrahandshandel med värdepapper. Det hade dessutom varit förbjudet eftersom en plattform som möjliggör andrahandshandel troligen skulle bedömas som en organiserad marknadsplats enligt ABL 1:8. Crowdequity är främst ett sätt att ta in kapital i bolaget genom att emittera aktier men försäljning av de ursprungliga ägarnas andelar kan förekomma. Någon vidareförsäljning av andelar som utgetts genom crowdequity företas dock inte författaren veterligen, inom ramen för finansieringsformen. Investerarskydd och de privata bolagens begränsade informationsgivning kan kopplas till reglernas syften. Dessa intressen bör tillmätas stor betydelse då det är osäkert hur väl investerarskydd och informationsgivning tillgodoses vid den här typen av

investeringar. Det är emellertid något som hade kunnat hanteras i en ny lag i syfte att minska informationsasymmetrier och uppnå ett bättre investerarskydd. Slutligen får uppmärksammas att om privata aktiebolag tar in kapital på ett sätt som ger bolaget en karaktär mer likt det publika, kan behov finnas av att tillämpa fler av reglerna anpassade för publika bolag även på privata eftersom ägarkretsen blir spridd.

4.8.2 Annonserings- och spridningsförbudet

För att ABL 1:7 första stycket ska tillämpas behöver crowdequity-kampanjen vara att jämställa med annonsering. Vad som ska innefattas i begreppet annonsering är en fråga som lyfts i doktrin då det inte finns någon allmänt godtagen definition.¹⁵⁹ Som beskrivits ovan betalar de kapitalsökande bolagen en intermediär för att på dennes plattform marknadsföra sig i syfte att attrahera investerare. På plattformen läggs sedan ett meddelande ut där det framgår att bolagen söker kapital. Kampanjerna läggs ut i syfte att sprida meddelandet om att bolagen söker investeringar i utbyte mot ägarandelar. Mot betalning får entreprenören tillgång till plattformens hela investerarbank, vilken kan uppgå till tusentals personer. Det förekommer att intermediärer sprider meddelandet vidare i nyhetsblad och sociala medier såsom Twitter, Facebook och LinkedIn. Bolagen själva lär vanligtvis göra detsamma då det för dem gäller att nå ut till så många som möjligt så fler investerar. Även om erbjudandets fulla innehåll främst når registrerade investerare är min mening att förfarandet som det ser ut idag, troligen är att anse som annonsering. Dels eftersom det sker i marknadsföringssyfte, dels eftersom det sker mot betalning och dels på grund av dess vida spridning. Saken kan dock inte anses klar och eftersom ingen allmän definition finns skulle kampanjerna istället kunna falla under spridning på annat sätt. Även om kampanjerna inte bedöms som annonser är det ändå en spridning som omfattas av andra stycket. Huruvida annonseringsförbudet är absolut eller om något av undantagen i ABL 1:7 andra stycket kan tillämpas diskuteras nedan.

I paragrafens första stycke finns en oklarhet som diskuterats i doktrin. Det som uttryckligen förbjuds i första stycket är spridande av värdepapper som bolaget har gett ut i jämförelse med andra stycket som ordagrant förbjuder både erbjudande om att teckna aktier vid en nyemission samt förvärva redan utgivna värdepapper. Då första stycket inte har fått samma formulering blir frågan huruvida erbjudande om att teckna aktier vid en nyemission verkligen är förbjudet enligt första stycket eller om det bara förbjuder förvärv av redan utgivna aktier.¹⁶⁰ Vid en ordalydelsetolkning torde så bli fallet, förbudet gäller då enbart utgivna värdepapper, medan en ändamålstolkning borde leda till

¹⁵⁹ Nerep, Erik, m fl, s. 47 och 48 jmf Andersson, Sten m fl, s. 1:16.

¹⁶⁰ Nerep, Erik, m fl, s. 445.

motsatsen, att även nytgivna aktier omfattas. I förarbetena har riktade emissioner av värdepapper till allmänheten omnämnts som en av de främsta åtgärderna vilken omfattas av förbudet i ABL 1:7.¹⁶¹ Författare till doktrin har ansett det egendomligt att erbjudande om teckning av aktier enbart skulle förbjudas vid spridning på annat sätt än genom annonsering. Min bedömning överensstämmer med författarnas då annonseringsförbudet är mer strikt än spridning på annat sätt på grund av att det i större utsträckning är ägnat att nå en vidare krets personer. Författarna har påpekat att för att teckning av aktier ska omfattas av förbudet i första stycket hade en extensiv tolkning krävts.¹⁶² Som konstaterats ovan ska dock tolkningen av lagtext ske restriktivt då det gäller straffrättsliga lagbud.

Avseende andra stycket blir en viktig frågeställning huruvida dess undantag enbart kan tillämpas vid spridning på annat sätt än genom annonsering. Det skulle innebära att om en crowdequity-kampanj är att jämföras med annonsering gäller ett absolut förbud. Vid en ordalydsetolkning av paragrafen borde svaret bli jakande då styckena inte på något vis hänvisar till varandra. I doktrin framstår samtliga författare som studerats ha tolkat det som att undantagen i sjunde paragrafens andra stycke enbart kan tillämpas vid spridning på annat sätt än genom annonsering.¹⁶³ Av förarbetena framgår inte att undantagen kan tillämpas vid annonsering. Tvärtom uttrycks att eftersom annonsering är ägnat att leda till en vid spridning, gäller ett förbud mot spridningsförsök genom annonsering.¹⁶⁴ I doktrin har diskuterats att en sådan tolkning leder till ett inkonsekvent tillämpande av paragrafen.¹⁶⁵ Författarna har ansett att det inte borde ha någon betydelse huruvida ett privat aktiebolag, som erbjuder högst 200 aktieposter till förhandsanmälda personer, gör detta genom annonsering eller på annat sätt.¹⁶⁶ Mot bakgrunden att det inte finns någon allmän definition av annonsering och att det därmed inte finns någon tydlig gräns över vad som utgör annonsering och vad som faller under spridning på annat sätt torde argumentation gå att föra om att undantagen kan tillämpas på crowdequity. Hur tillämpningen ska ske får dock anses oklar i brist på avgöranden. Detta leder eventuellt till att enbart undantagen i tredje stycket kan tillämpas då det rör sig om spridning genom annonsering.

Nedan diskuteras hur undantagen i ABL 1:7 kan tillämpas på crowdequity-förfaranden. Undantagens tillämplighet är med bakgrund av vad som ovan nämnts, troligen högst beroende av att det förfarande som intermediär och bolag använder sig av inte ter sig för likt annonsering. Bedömningen av om

¹⁶¹ Prop. 1993/94:196 s. 141.

¹⁶² Nerep, Erik, m fl, s. 445.

¹⁶³ Sandström, Torsten, s. 56, jmf. Andersson, Sten, m fl, s. 1:16-1:17 och Nerep, Erik m fl, s. 48.

¹⁶⁴ Prop 1993/94:196, s. 143.

¹⁶⁵ Nerep, Erik, m fl, s. 47.

¹⁶⁶ Nerep, Erik, m fl, s. 47.

spridningen utgör annonsering eller spridning på annat sätt lär vara högst beroende av omständigheterna i det enskilda fallet.

Det första undantagets tillämplighet, erbjudande till maximalt 200 personer, beror på när ett erbjudande om att teckna ägarandelar vid crowdequity ska anses riktat, i paragrafens mening. Om erbjudandet anses lämnat redan genom att kampanjen publiceras med information om att bolaget erbjuder värdepapper kan undantaget inte tillämpas eftersom fler än 200 personer lär ta del av den. Erbjudandet skulle också kunna anses lämnat först då investeraren går in på bolagets visningssida eftersom det är först då som denne får ta del av all finansiell information samt erbjudandets hela omfattning. Inte heller i det fallet borde undantaget bli tillämpligt, om inte erbjudandet stängs efter 200 visningar eftersom intermediären kan ha tusentals registrerade investerare. Erbjudandet skulle även kunna anses lämnat först efter avslutad kampanj då entreprenören godkänt vilka investerare han eller hon vill ta in och därmed faktiskt erbjuder dem att teckna aktier genom att skriva köpeavtal och aktieägaravtal. I detta fall är det fullt möjligt för ett bolag att begränsa sig till 200 personer och därigenom omfattas av undantaget.

Eftersom bolagen inte faktiskt har erbjudit någon att teckna aktier genom själva kampanjen kan argumenteras för att erbjudandet lämnats först då investeraren ges möjlighet att skriva under aktieteckningen. Mer troligt lär det dock vara att erbjudandet får anses lämnat genom kampanjen eller då investeraren gått in på bolagets visningssida eftersom all information om erbjudandet där ges. Kampanjen eller åtminstone visningssidan utgör ett erbjudande till alla som läser, även om inte en slutlig transaktion genomförs med alla. Om rättstillämparens bedömning är densamma som min leder det till att detta undantag blir svårtillämpat på crowdequity, i och med att en krets långt större än 200 personer kan komma att ta del av erbjudandet.

I det andra undantaget i ABL 1:7 andra stycket, att spridning får ske till en förhandsanmäld krets med ett obegränsat antal personer men maximalt 200 poster, har vi återigen erbjudandefrågan, samt uttrycket förhandsanmäld krets. Paragrafen uttrycker inte att anmälan av intresse måste ske till bolaget i sig. Därmed blir en intressant fråga ifall anmälan av intresse kan vara mer generell och inte behöver riktas till ett specifikt bolag. Skulle så vara fallet, vilket går att tolka in i paragrafens ordalydelse, kan tänkas att användarna till plattformarna har anmält sitt intresse i förväg enbart genom att registrera sig på plattformen alternativt genom att de går in på bolagets visningssida och tar del av den finansiella informationen. Det skulle innebära att crowdequity-bolaget kan vända sig till i princip hur många som helst, på plattformen, under förutsättning att antalet utbudna poster inte överstiger 200 stycken. Ett annat resonemang som kan föras är att det överhuvudtaget är för sent att i förväg anmäla intresse

eftersom det kan anses att investeraren har anmält sitt intresse först efter att han tagit del av erbjudandet. Det blir då återigen, som diskuterats ovan, en fråga om när erbjudandet ska anses lämnat.

Då paragrafen inte närmare specificerar hur en förhandsanmälan ska gå till blir mitt antagande att en förhandsanmälan av intresse åtminstone borde kunna anses genomförd genom att investeraren går in på bolagets visningssida och där demonstrerar sitt intresse. Enbart registreringsförfarandet på intermediärens plattform torde inte räcka såsom en förhandsanmälan. Min bedömning i stort är att undantaget kan tillämpas på crowdequity-investeringar men att intermediären troligen behöver iaktta ett stort mått av restriktivitet, avseende hur mycket information om erbjudandet som delas, innan investeraren har anmält intresse.

På vissa plattformar framgår det redan av den för allmänheten öppna hemsidan att bolagen som finns där säljer andelar i sina bolag. Det kan även visas relativt långtgående information om bolagen. Därmed kan diskuteras om ett erbjudande avseende värdepapper ska anses lämnat redan där. Det vill säga redan innan besökaren har hunnit anmäla sitt intresse i enlighet med undantaget. Även det faktum att kampanjerna sprids på sociala medier innebär att det når människor som inte i förväg har anmält intresse överhuvudtaget. Detta förfarande medför att undantaget antagligen inte blir tillämpligt eftersom kretsen inte i förhand anmält sitt intresse. Här blir dock frågan återigen vad som utgör själva erbjudandet, men med hänsyn till att spridningen sker till en vid krets utanför plattformen borde det kunna anses att gränsen för vad lagen tillåter överskrids.

4.8.3 Spridningsförbudet i utländsk rätt

Länderna som har studerats uppvisar stora likheter avseende utformningen av de två aktiebolagsformerna. De mindre bolagen har alla ett lägre aktiekapital, reglerna är anpassade till få ägare och deras möjligheter att sprida sina värdepapper är begränsade. Utformningen i Norge och Danmark skiljer sig från den svenska och innebär att om erbjudanden ska riktas till nya aktieägare ska dessa namnges i bolagets beslut om att vidta en ökning av kapitalet. Med denna utformning kan eventuellt crowdequity-investeringar ske om bolaget väntar med att ta beslut om kapitalökning till kampanjen genomförts och det står klart vilka personer som ska erbjudas aktier i bolaget. Av den norska framställningen framgår att privata aktiebolag kan få en utformning likt de publika. I dessa fall gäller dock att fler regler, avpassade för publika bolag, även ska gälla för de privata bolagen.¹⁶⁷ Storbritanniens spridningsförbud är mer i överensstämmelse med det svenska vilket följer av att Sverige använde Storbritannien som förebild då lagstiftningen infördes här. Emellertid har de ändrat påföljden vid brott mot

¹⁶⁷ Aarbakke m fl, s. 34.

förbudet. Från att tidigare ha varit belagt med straff föreligger nu enbart civilrättsliga påföljder. Vidare kan bolaget åläggas att avbryta försäljningen samt att omregistrera sig som aktiebolag. Såväl i Storbritannien som i Sverige framstår rättsläget som oklart, angående huruvida crowdequity bryter mot förbudet att sprida värdepapper till allmänheten.

4.8.4 Huruvida plattformar kan utgöra organiserade marknadsplatser

Inledningsvis kan konstateras att med förbuden i ABL 1:7 och 1:8 avses att hindra spridning av privata värdepapper till allmänheten, men inte möjligheten för privata aktiebolag att ta in riskkapital genom erbjudanden som inte syftar till en större spridning.¹⁶⁸ Därav borde ses till hur utformningen av crowdequity-förfarandet har skett i varje enskilt fall och i vilken omfattning erbjudanden har spridits. Vidare får uppmärksammas att rekvisitet organiserad marknadsplats är svårtillämpat eftersom det inte finns någon allmän definition.

Av vikt för bedömningen borde vara en jämförelse med reglerade marknaders verksamhet som ABL 1:8 faktiskt avser förbjuda. I förarbetena har uttryckts att såväl börser som handelsplattformar omfattas av regeln. Därav kan argumenteras för att intermediärens verksamhet är så pass skild från vad förbudet avser hindra att crowdequity-plattformar inte bör anses som en organiserad marknadsplats. Börsverksamhet karaktäriseras bland annat av sekundärhandel med finansiella instrument och rörliga courtage kopplat till varje specifik transaktion. Vidare har författare i doktrin tolkat begreppet organiserad handel som sekundärhandel med bolagets aktier.¹⁶⁹ Vid crowdequity kan visserligen befintliga aktieägares andelar säljas för att ta in kapital men vanligen lär nyemissioner vidtas vilket innebär att aktierna säljs på en form av primärmarknad. Generellt bedrivs idag inte någon andrahandshandel med värdepapper. Intermediären sammanför främst entreprenörer med investerare. Denne tar heller inte betalt genom courtage såsom fondkommissionärer och mäklare, utan genom en procentsats kopplat till den totala transaktionen. Det kan även argumenteras för att intermediären ej har funktionen av en förmedlare eller mäklare, eftersom det vanligen överläts åt entreprenören och dennes ombud att sköta kontakterna med investerarna samt genomförandet av köpet. Denna argumentation blir svårare att föra för de intermediärer som själva hanterar investerarnas betalningsmedel eller som på annat sätt engagerar sig i genomförandet av transaktionerna. I dessa fall är de mer delaktiga i affären med funktionen av en mellanhand, och mindre att enbart jämföras med tillhandahållaren av en mötesplats.

¹⁶⁸ Prop. 1993/94:196 s. 143.

¹⁶⁹ Nerep, Erik m fl, s. 446.

En annan sida av saken är att aktiebolagskommitténs förslag, att ändra paragrafens lydelse från organiserad marknadsplats till auktoriserad marknadsplats, inte godtogs av regeringen. Det grundade sig i att det ansågs önskvärt att hålla definitionen bredare för att uppnå bestämmelsens syften. Därmed bör definitionen organiserad marknadsplats kunna innefatta ytterligare verksamheter än sådana som sker på reglerade marknader och som präglas av börshandel. Att det i doktrin har uttryckts att en organiserad marknadsplats kan uppstå genom mycket enkla medel kan anses stödja denna argumentationslinje. Sammantaget tyder detta på en viss risk för att crowdequity-plattformar skulle kunna anses vara organiserade marknadsplatser. Vid en rättslig prövning lär domstolen bland annat väga in syftet kring spridningsförbudet, hur väl investerarskydd tillgodoses, och i vilken omfattning handeln sker. Då privata aktiebolags aktier som huvudregel inte ska spridas till allmänheten är min mening att det finns en risk för att handel genom crowdequity-investeringar i större omfattning kan anses strida mot ABL 1:8. Särskilt så om försäljning av aktier, istället för nyemissioner, genomförts.

Vidare kan handel genom värdepappersinstitut vara att bedöma som en organiserad marknadsplats. Som crowdequity-verksamheten är utformad idag finns viss risk att intermediären kan anses utföra investeringstjänster och på så vis utgöra ett värdepappersinstitut. Förarbetena är oklara avseende om enbart tillhandahållande av en mötesplats kan falla under rekvisitet mottagande och vidarebefordran av order. FI ansåg att sådana mötesplatser inte skulle omfattas medan regeringen var mer osäker. Om en intermediär skulle falla under rekvisitet, måste ändå verksamhetens karaktär och omfattning beaktas angående om plattformen utgör en organiserad marknadsplats.

Avslutningsvis ska nämnas att även vid det fall en plattform inte skulle bedömas vara en organiserad marknadsplats, kan deras verksamhet fortfarande vara otillåten enligt ABL 1:7.¹⁷⁰

4.8.5 Sammanfattande diskussion

Tillämpligheten av undantagen i ABL 1:7 på crowdequity-investeringar är tämligen oklar. Oklarheterna grundar sig dels i om kampanjerna faller under begreppet annonsering och i så fall huruvida undantagen i andra stycket är tillämpliga med hänsyn till att styckena inte hänvisar till varandra. Min bedömning är att det finns en stor risk för att en domstol inte skulle tillämpa undantagen om förfarandet ter sig för annonseringslikt. Argumentation för att undantaget ska kunna tillämpas går dock att föra med hänsyn till att det inte finns någon allmän definition av annonsering. Avseende det första undantaget om 200 personer, torde detta vara svårtillämpat då crowdequity-erbjudande

¹⁷⁰ Prop. 2004/05:85 s. 514.

vanligen nås av fler än så. Det andra undantaget om förhandsanmäld krets borde däremot kunna tillämpas enligt min mening. Med bakgrund av att lagen inte specificerar hur en förhandsanmälan ska ske bör en investerare kunna anses ha genomfört en anmälan, genom att på något vis demonstrera sitt intresse på bolagets visningssida. Bolagen kan då vända sig till ett obegränsat antal förhandsanmälda personer, men inte ge ut mer än 200 poster. Detta leder till att privata aktiebolag aldrig kan ta in fler än 200 investerare. Tillämpligheten är dock inte självklar och eventuellt skulle investeraren, vid en rättslig prövning, bedömas ha tagit del av erbjudandet, innan denne hunnit anmäla sitt intresse i förväg. Vidare finns en risk att crowdequity-plattformar kan anses som en organiserad marknadsplats. Argumentation går att föra mot att plattformar ska anses som en sådan marknadsplats med hänvisning till dess olikhet med reglerade marknader. Bedömningen blir dock osäker bland annat med hänsyn till att ingen allmän definition finns och att definitionen enligt förarbetena omfattar ett vidare begrepp än auktoriserade marknadsplatser.

Sammanfattningsvis kan konstateras att paragrafen lämnar många frågor obesvarade avseende bedrivandet av crowdequity-verksamhet. Detta innebär en stor rättsosäkerhet och oförutsebarhet för aktörerna på marknaden. Paragrafen skrevs dock för ett par decennier sedan, utan möjlighet att förutse den tekniska utveckling som skulle komma att ske och dess inverkan på utformningen av nya finansieringsformer.

Tillväxtverket har i en rapport, utförd på uppdrag av en konsult, bedömt det som relativt enkelt att bjuda ut aktier i privata aktiebolag till försäljning genom crowdequity ur ett legalt perspektiv.¹⁷¹ I rapporten konstaterades att det fanns ett förbud för privata aktiebolag att sprida värdepapper men att aktörernas modeller verkade omfattas av paragrafens undantag avseende förhandsanmäld krets. Enligt min mening har de starkt förenklat den legala problematiken och har till synes inte gjort någon egentlig bedömning av gällande rätt. Det som rapporten främst ansåg var problematiskt gällde risken för bedrägerier, penningtvätt och annan brottslig verksamhet.¹⁷²

4.9 Regler om upprättande av prospekt

Efter att ha presenterat de aktiebolagsrättsliga frågorna ska under detta avsnitt beskrivas reglerna kring prospekt. Ett prospekt är handling med finansiell information avseende ett erbjudande om finansiella instrument som riktar sig till allmänheten. Reglerna får betydelse för crowdequity genom att de privata aktiebolagen vänder sig till en vidare krets människor med erbjudande om att förvärva aktier. Som utgångspunkt ska ett prospekt upprättas då bolag vänder sig

¹⁷¹ Tillväxtverket s. 44.

¹⁷² Tillväxtverket, s. 43.

till allmänheten med erbjudanden om finansiella instrument, vilka är avsedda för allmän omsättning, eller när sådana instrument ska bli föremål för handel på en reglerad marknad.¹⁷³ Prospektet ska sedan granskas och godkännas av FI. Erbjudanden där prospekt inte upprättas kallas för oreglerade erbjudanden.

Prospektreglerna avser säkerställa att en korrekt värdering kan ske av det kapitalsökande bolagets finansiella instrument och att alla aktörer på marknaden får samma information samtidigt och handlar på lika villkor.¹⁷⁴ Därav ska prospektet innehålla all information om emittenten och de värdepapper som ska överlåtas som är nödvändig för att investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av värdepapperna. Vidare ska bland annat utges information om emittentens finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter¹⁷⁵

Den svenska regleringen kring prospekt är samlad i lag om handel med finansiella instrument ("LHF") men kompletteras av FI:s föreskrifter. Regleringen bygger till stor del på EU-rättsliga direktiv, främst det så kallade prospektdirektivet.¹⁷⁶ Något som är av stor vikt avseende de finansiella marknaderna är att upprätthålla allmänhetens förtroende. Att säkerställa ett starkt investerarskydd är också betydelsefullt. Investerarskyddet avser inte att hindra investerare från att göra dåliga affärer, utan det ska hindra att investerarna gör affärer baserat på fel information. Marknaden gynnas av att aktörerna är välinformerade.¹⁷⁷ Utöver investerarskydd är marknadseffektivitet ett av syftena med prospektreglerna liksom att främja bolagens anskaffning av kapital inom EU. Lagstiftaren har eftersträvat att uppnå en balans mellan investerarskydd och marknadseffektivitet.

Från kravet på att upprätta prospekt, då överlåtbara värdepapper erbjuds allmänheten, finns relevanta undantag avseende crowdequity-verksamhet. Bland annat undantas investeringar som inte överstiger 2,5 miljoner euro under en period om 12 månader.¹⁷⁸ Om ett crowdequity-bolag håller sig under gränobeloppet avseende insamlade medel behöver således något prospekt inte upprättas. Eventuellt kan även undantaget användas som gäller för erbjudanden vilka riktas till färre än 150 fysiska eller juridiska personer, som inte är kvalificerade investerare, i en stat inom EES. Då inträder emellertid problematiken när ett erbjudande ska anses riktat.¹⁷⁹ Enligt FI kan ett

¹⁷³ Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, "LHF", 2 kap 1 §.

¹⁷⁴ Sevenius, Robert, m fl, s. 173-174.

¹⁷⁵ LHF 2 kap 11 §. Ytterligare regler kring vad ett prospekt ska innehålla finns i prospektförordningen och artikel 4.1 EU-förordningen.

¹⁷⁶ Direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

¹⁷⁷ Sevenius, Robert, m fl, s. 59.

¹⁷⁸ LHF 2:4 p. 2.

¹⁷⁹ LHF 2:4 p. 5.

erbjudande i en annons på en hemsida aldrig anses vara lämnat till färre än 150 personer.¹⁸⁰ Då kampanjerna visas på stängda plattformar och inte öppna hemsidor är det dock inte klart hur lagstiftningen ska tolkas i detta avseende. Oavsett kommer kampanjerna med stor sannolikhet att nå fler än 150 personer. Därmed är det bättre om investeringarna håller sig under gränsbeloppet om 2,5 miljoner euro.

4.9.1 Privata aktiebolag och prospekt

Kraven på informationsgivning till aktieägare i privata aktiebolag regleras av ÅRL och ABL. Som utgångspunkt har lagstiftaren troligen inte åsyftat att privata aktiebolags värdepapper skulle omfattas av prospektkravet med hänsyn till begreppsanvändningen "överlåtbara värdepapper". Prospektreglerna i LHF avser värdepapper som erbjuds till allmänheten och privata aktiebolags värdepapper ska som bekant inte spridas på det sättet enligt ABL. Vidare uttrycker FI avseende prospekt att privata bolags aktier inte anses såsom överlåtbara värdepapper enligt LHF på grund av spridningsförbudet och att prospektreglerna därutav inte träffar dessa bolag.¹⁸¹ När privata bolag ändå sprider sina värdepapper enligt undantagen från spridningsförbudet, torde även privata aktiebolag vara skyldiga att upprätta prospekt om inget av undantagen i LHF är tillämpliga.

4.9.2 Prospektskyldighet och informationsmemorandum

Att upprätta prospekt är ett kostsamt och omfattande arbete. Av det följer att nystartade och mindre privata aktiebolag vanligtvis inte har råd eller möjlighet att upprätta en sådan handling. Därav blir det avgörande för de kapitalsökande bolagen att se till att investeringen inte träffas av skyldigheten att upprätta prospekt. Som nämnts ovan finns ett användbart undantag vilket stadgar att prospekt inte behöver upprättas av bolag som under ett år inte tar emot kapital överstigande 2,5 miljoner euro.

Beloppsbegränsning på 2,5 miljoner euro härstammar från prospektdirektivet. Beloppet höjdes dock i ändringsdirektivet till 5 miljoner euro.¹⁸² Varje medlemsstat avgör vilken beloppsbegränsning som ska gälla så länge beloppet inte överstiger 5 miljoner euro. Detta medför att prospektskyldigheten skiljer sig åt från olika EU-länder.¹⁸³ I Sverige är gränsen satt till 2,5 miljoner euro medan den i andra länder kan vara såväl högre som lägre. I Norge är exempelvis gränsen satt till 1 miljon euro.¹⁸⁴ Detta medför att genomförbarheten av crowdequity skiljer sig åt från olika EU-länder. Den nedre gränsen för

¹⁸⁰ Finansinspektionen, Vägledning, Granskning av prospekt, 2012-11-01.

¹⁸¹ Finansinspektionen, Vägledning, Granskning av prospekt, s. 7.

¹⁸² Direktiv 2003/71/EG och Direktiv 2010/73/EG, Artikel 1.2.h.

¹⁸³ De Buysere, Cristof, m fl, s. 28.

¹⁸⁴ Lov om verdipapirhandel § 7-2.

prospektskyldigheten är 100 000 euro och densamma för hela EU. Utgivanden som understiger 100 000 euro är därmed alltid undantagna från prospektkravet. Emellertid får den lägre gränsen ingen avgörande betydelse vad gäller crowdequity eftersom kampanjer kan överstiga beloppet.

Ett alternativ till prospekt är att upprätta ett informationsmemorandum, också kallat investeringsmemorandum. Det är inte ovanligt att publika bolag upprättar en sådan handling vid nyemissioner när de vill erbjuda allmänheten finansiella instrument även då prospektskyldighet inte föreligger. Ett memorandum upprättas frivilligt och något formkrav finns inte. För nystartade privata aktiebolag finns emellertid enbart knapphändig historisk finansiell information att tillgå vilket komplicerar informationsgivning. Vissa bolag har ännu inte upprättat någon årsredovisning. Bolag som använder sig av crowdequity-investeringar borde dock ge information i så stor omfattning som det är möjligt för att öka transparensen och bidra till att investerarna får tillräcklig och rättvisande information.

4.9.3 Sammanfattning

Avslutningsvis, avseende prospekt och informationsgivning, kan konstateras att privata aktiebolag som emitterar aktier genom crowdequity kan undvika prospektskyldigheten. Detta under förutsättning att de håller sig under gränsen på 2,5 miljoner euro under en period om 12 månader. De kommer således utgöra oreglerade aktieerbjudanden. Vidare finns ingen annan skyldighet enligt lag för bolag att utge information vid oreglerade erbjudanden till dem som investerar i bolaget. Detta medför troligen informationsasymmetrier vid sådana investeringar, vilket kan innebära ett svagt investerarskydd. Investerarna utelämnas till den information som de privata aktiebolagen väljer att ge ut vilket i vissa fall kan innebära att investerarna tar beslut som inte är välgrundade. Det som främst har betydelse är om bolagen utelämnar information av betydelse för investeringen. Att själva projektet och investeringen är dålig i sig får investeraren givetvis stå risken för. Detta överensstämmer med den grundläggande tanken bakom investerarskyddet.

4.10 Tillståndsfrågor och compliance

Under detta avsnitt ges en översikt av vilka finansiella regelverk som en intermediär, vilken bedriver crowdequity-verksamhet, behöver uppmärksamma. Dels vad gäller initiala åtgärder såsom att anmäla verksamheten eller ansöka om tillstånd hos FI, dels avseende compliance och löpande tillsyn.

4.10.1 Anmälningsplikt

En fysisk eller juridisk person som avser ägna sig åt valutaväxling i väsentlig omfattning, eller annan finansiell verksamhet, ska anmäla sin verksamhet till

FI.¹⁸⁵ Lagdefinitionen av annan finansiell verksamhet avser exempelvis yrkesmässig verksamhet som huvudsakligen består i att tillhandahålla betalningsmedel, att medverka vid värdepappersemissioner och att lämna och förmedla kredit.¹⁸⁶ Bolag som bedriver sådan verksamhet definieras som finansiella institut.¹⁸⁷ Eftersom intermediärernas verksamhet innebär att de sammanför parter som ska genomföra nyemissioner bör intermediärerna omfattas av anmälningsskyldighet. De måste således anmäla verksamheten till FI. Om intermediären själv ska hantera de betalningsmedel som inflyter från investerare föreligger anmälningsskyldighet även på den punkten. Efter anmälan registreras företaget i FI:s företagsregister. Därefter står företaget under FI:s tillsyn vad gäller regleringen mot penningtvätt. FI utför såväl vid anmälningstillfället som årligen en prövning av ägare och ledning i de finansiella instituten. Dessa personer får exempelvis inte ha dömts för allvarlig brottslighet eller åsidosatt sina skyldigheter i näringsverksamhet i väsentlig utsträckning.¹⁸⁸

Verksamhet som innefattar att ge ekonomisk rådgivning omfattas också av anmälningsskyldighet.¹⁸⁹ Om intermediärerna enbart tillhandahåller en mötesplats, och inte ger användarna råd om deras investeringar, vilket framstår vara typfallet idag, borde de inte anses bedriva någon finansiell rådgivning. Därmed torde anmälningsskyldighet inte föreligga på denna punkt.

4.10.2 Tillhandahållande av betaltjänster

De intermediärer som själva hanterar de medel som flyter in från investerare och som sedan ska överföras om finansieringsmålet nås omfattas förutom av lagen om anmälningsskyldighet även av betaltjänstlagen. Med betaltjänster avses bland annat penningöverföring och genomförande av betalningstransaktioner genom kontokort eller andra betalningsinstrument, vilket vanligen lär vara tillvägagångssättet vid crowdequity.¹⁹⁰ När betalningarna går via intermediären anses denne ta del i genomförandet av transaktionen och tillhandahåller därigenom tillsammans med bank betaltjänsten. För att ett företag ska få tillhandahålla betaltjänster krävs som utgångspunkt tillstånd från FI innan verksamheten startas.¹⁹¹ Det går dock att ansöka om undantag från tillståndsskyldigheten i det fall verksamhetens omsättning per månad understiger tre miljoner euro.¹⁹² Svenska intermediärer torde i dagens läge inte komma upp i

¹⁸⁵ Lag (1996) om anmälningsskyldighet avseende viss finansiell verksamhet, "AnmL", 2 §.

¹⁸⁶ AnmL, 1 § p. 2 och Lag (2004:297) om bank och finansieringsrörelse, "LBF", 7 kap 1 § 7 p.

¹⁸⁷ AnmL, 1 § p. 3.

¹⁸⁸ AnmL 3 §.

¹⁸⁹ AnmL, 1 § p. 2 och LBF 7 kap 1 § 8 p.

¹⁹⁰ Lag (2010:751) om betaltjänster, "Betaltjänstlag" 1 kap 2 § 2 p och 5 p.

¹⁹¹ Betaltjänstlag 2 kap 1 §.

¹⁹² Betaltjänstlag 2 kap 3 §.

dessas summor varför undantaget borde bli tillämpligt. Intermediären måste dock ansöka om att bli undantagen från tillståndsplikten hos FI.¹⁹³

4.10.3 Åtgärder mot penningtvätt

Under förutsättning att det som ovan konstaterats är korrekt, avseende att intermediärens verksamhet är anmälningspliktig, uppställs lagkrav på att särskilda rutiner för penningtvätt införs.¹⁹⁴ Detsamma gäller om intermediären själv hanterar betalningsmedlen som ovan beskrivits.¹⁹⁵ Verksamheten omfattas då av de förenklade reglerna om penningtvätt.¹⁹⁶ Sådana rutiner kan vara kontroll av kundens identitet, att granska transaktioner och att uppmärksamma de transaktioner som omfattar högre belopp. Om misstanke uppstår ska transaktionen analyseras och därefter anmälas till polismyndigheten.¹⁹⁷ I förhållande till exempelvis en bank, kommer intermediären att ha begränsat inflytande över transaktionen, men denne har möjlighet att uppnå kundkännedom genom att kräva identifiering inför genomförandet av investeringar på dess hemsida.

Slutligen kan konstateras att crowdequity-verksamhet idag inte står under särskild tillsyn utan det är generella bestämmelser för finansiell verksamhet som tillämpas. En inte ovanlig problematik kring bedrivandet av finansiell verksamhet är höga kostnader för tillstånd, anmälningsplikt och compliance samt att det är lagtekniskt komplicerat att överblicka och uppfylla regelkraven.

4.11 En laglig modell

Det borde inte vara någon omöjlighet för privata aktiebolag att genomföra transaktioner med värdepapper via internet, för att ta in kapital, i enlighet med lagens regler. Under denna del kommer därför kommenteras en modell som borde uppfylla de lagkrav som gäller. Ett upplägg får byggas runt spridningsförbudets undantag. Nuvarande aktörer på marknaden framstår använda sig av en liknande modell.¹⁹⁸ Aktörer bör dock använda sig av ett stort mått av restriktivitet och ett relativt stängt förfarande, då lagen ser ut som den gör.

Inledningsvis kan nämnas att affärsmodellen bör bygga på att kampanjerna inte kan anses utgöra annonsering. Som framgått ovan kan undantagen i ABL 1:7 andra stycket troligen inte tillämpas då. För att inte träffas av annonseringsförbudet borde mycket begränsad information delas på

¹⁹³ AnmL, 1 § p. 2 och LBF, 7 kap 1 § 4 p.

¹⁹⁴ Lag (2009:62) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism, "PTL", 1:2 p. 4.

¹⁹⁵ PTL 1:2 p. 18.

¹⁹⁶ PTL 2:5 2 p.

¹⁹⁷ PTL 3:1.

¹⁹⁸ Tillväxtverket, s. 42.

intermediärens förstasida. Bolagen kan presenteras i korthet och givetvis marknadsföra sig allmänt. För att vara på den säkra sidan borde det dock inte framgå att det rör sig om erbjudanden av värdepapper i privata bolag mot kapital. Om det inte framgår kan bolagen lika gärna erbjuda belöningsbaserad som ägarkapitalsbaserad crowdfunding, varför det ej bör bedömas som annonsering av värdepapper. Det kan vidare vara tillrådligt att samma upplägg används även inne på plattformarna, för att undvika att kampanjerna bedöms utgöra annonsering.

Det undantaget i ABL 1:7 som framstår bäst lämpat att bygga modellen på, om bolaget vill vända sig till fler än 200 personer, är det om förhandsanmäld krets. Erbjudanden kan då riktas till ett obegränsat antal personer som förhandsanmält sitt intresse, under förutsättning att antalet poster som utges inte överstiger 200. Med andra ord kan bolaget enbart ta in 200 nya ägare men varje post kan omfatta ett flertal aktier. Exakt hur en förhandsanmälan som godkänns av lagen ska se ut är osäkert. Lagen uttrycker inte att anmälan måste ske direkt till bolaget eller hur så ska ske. Troligen är det inte tillräckligt att investeraren registrerar sig som medlem på en intermediärs plattform. Antagligen behövs ett mer aktivt agerande från investeraren. Så kan ske genom att investeraren först får ta del av finansiell information när denne går in på företagets visningssida. Ett ännu säkrare alternativ vore att presentera kort information om bolaget och dess idé på visningssidan samt allmänt uttrycka att bolaget behöver finansiering. Om investeraren då anmäler sitt intresse, kan erbjudandet och handlingar med finansiell information faktiskt skickas till intresserade investerare, exempelvis via e-post. Om det först då framgår att investeraren erbjuds värdepapper borde förfarandet inte bedömas som annonsering.

Vidare bör så kallade *teasers* på plattformen vara kortfattade och inte uppge finansiell information förrän på bolagets särskilda visningssida, alternativt i särskilt utskick. Det gäller för de privata bolagen att komma ifrån att erbjudandet riktar sig till allmänheten och en obestämd krets, vilket det finns risk för om den finansiella informationen når alla registrerade investerare direkt efter inloggning. I så fall skulle kunna anses att användarna tar del av erbjudandet trots att de ännu inte har anmält sitt intresse. Med bakgrund av detta samt annonseringsförbudet borde avrådas från att bolag och intermediär delar och sprider kampanjer i olika sociala medier, eftersom meddelandet om nyemissionen eller försäljningen då når allmänheten och privatpersoner som inte demonstrerat sitt intresse. Givetvis finns ett stort marknadsföringsvärde i detta tillvägagångssätt men det blir troligen svårt att tillämpa lagens undantag eftersom erbjudandet når personer utanför den förhandsanmälda kretsen samt ter sig likt annonsering.

Det behöver också säkerställas att plattformen inte kan anses bedriva sådan organiserad handel som förbjuds enligt ABL 1:8. Som framgått ovan finns ingen allmän definition och lagens förarbeten ger knapphändig vägledning, vilket innebär osäkerhet. Min bedömning är att så länge ingen andrahandshandel med värdepapper bedrivs och intermediären håller sig till att enbart erbjuda en mötesplats, samt inte tar aktiv del i affärerna borde verksamheten ha goda chanser att inte bedömas som en organiserad marknadsplats. Framförallt med hänsyn till att crowdequity skiljer sig från börsverksamhet och verksamhet på reglerade marknader. Fokus bör vara på att intermediären enbart möjliggör mötet genom att tillhandahålla en plattform och att enbart primärhandel erbjuds. Det intermediären tillhandahåller är då snarare en mötesplats än en marknadsplats. Med bakgrund av ovan är det eventuellt inte lämpligt att intermediären mottar betalningsmedel. Utöver tillhandahållandet av mötesplatsen borde resterande del av transaktionen överlämnas till parterna själva samt deras ombud.

Då försäljningen eller emissionen kommer att utgöra ett oreglerat aktieerbjudande, behöver det kapitalsökande bolaget beakta prospektreglerna och sätta en övre gräns på kapitalinsamlingen. Beloppsgränsen, vid vilken prospekt ska upprättas, ligger i Sverige på 2,5 miljoner euro under en ettårsperiod. Det borde inte utgöra ett problem för bolag att hålla sig under denna gräns. Slutligen har intermediären anmälningsplikt som finansiellt institut och tillståndsplikt föreligger avseende betaltjänster, om intermediären själv hanterar investerarnas betalningsmedel. Intermediären behöver införa åtgärder avseende förhindrande av penningtvätt. Här åsyftas främst att intermediären ska ha grundläggande kundkännedom, så kallat *know-your-customer*.

Avslutningsvis ska påpekas att då inga rättsliga avgöranden finns avseende crowdequity-verksamhet är det lagliga området tämligen svårbedömbart. Att ta in kapital via finansieringsformen eller att bedriva en crowdequity-plattform innefattar således viss risk. Det som skrivits ovan i detta avsnitt är mina bedömningar och det är möjligt att det lagliga området är såväl bredare som snävare.

5 Crowdequity och utländsk rätt

5.1 Inledning

Under detta avsnitt ges en genomgång av den lagstiftning som håller på att implementeras i USA avseende crowdequity. Genomgången avser åskådliggöra en del av den juridiska problematik som behöver tas hänsyn till när det gäller finansieringsformen samt hur lagstiftaren i USA har gått till väga. USA är ett av få länder som har infört lagstiftning avseende crowdfunding. I Europa har även länder som Storbritannien, Frankrike och Spanien uppmärksammat problematiken kring finansieringsformen. Storbritannien har tagit fram regler vilka trädde i kraft i april 2014. En kort överblick av dessa regler kommer avslutningsvis att ges i kapitlet, se avsnitt 5.3. Inom EU har ännu inga initiativ till lagstiftning tagits men utredningar avseende finansieringsformen pågår.¹⁹⁹

5.2 Amerikansk lagstiftning avseende crowdequity

I USA har crowdequity-verksamhet varit lagtekniskt komplicerad att bedriva. Genom en ny lag förväntas nu sådana investeringar kunna genomföras enklare och till lägre kostnader. Den amerikanska presidenten undertecknade *The Jumpstart Our Business Startups Act ("JOBS Act")* i april 2012 genom vilken ett undantag infördes som förenklar bedrivandet av crowdequity-verksamhet. Lagen håller på att implementeras av den amerikanska tillsynsmyndigheten, *the Securities and Exchange Commission ("SEC")*. Lagstiftningen syftar till att stimulera nystartade och mindre företags möjlighet att få tillgång till investeringar samt möjliggöra för privatpersoner att investera riskkapital i sådana bolag. JOBS Act delegerar till SEC och *the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA")* att genomföra och färdigställa regelverket som ska gälla.²⁰⁰ Implementeringen av den nya amerikanska lagstiftningen har dragit ut på tiden men beräknas vara klart till sommaren 2014. Från och med då bör investeringar kunna ske i större utsträckning.²⁰¹ På grund av den amerikanska rätten har crowdequity hittills erbjudits i mindre omfattning på de amerikanska plattformarna. Donations- och belöningsbaserad crowdfunding har varit mer vanligt förekommande och till viss del även den lånebaserade formen.²⁰²

5.2.1 Amerikansk reglering

Två huvudsakliga problem har funnits i amerikansk lagstiftningen avseende bedrivandet av crowdequity-verksamhet.²⁰³ Huvudregeln i amerikansk rätt är att värdepapper ska registreras vid utgivande om inget undantag kan

¹⁹⁹ Se Europakommissionen, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*.

²⁰⁰ Thorpe, Devin, *Why Crowdfunding Will Explode In 2013*.

²⁰¹ Conner, Cheryl, *SEC Attempts "Balance" In Equity Crowdfunding Plan*.

²⁰² Bradford, C. Steven, *the New Federal Crowdfunding Exemption: Promise unfulfilled*, s. 3.

²⁰³ Bradford, C. Steven, *the New Federal Crowdfunding Exemption: Promise unfulfilled*, s. 3.

tillämpas.²⁰⁴ Registrering ska ske hos tillsynsmyndigheten SEC och försäljning av värdepapper får inte ske förrän registreringen har trätt i kraft.²⁰⁵ Inget av lagens undantag passade tidigare in på crowdequity och en sådan registrering skulle ha inneburit för höga kostnader och för mycket arbete vid crowdequity-investeringar.²⁰⁶ Därav infördes JOBS Act med ett tillämpligt undantag, vilket står att finna under lagens *Title 3*, också kallad *Crowdfund Act*. Det andra problemet var att intermediären behövde registrera sig som mäklare eller investeringsrådgivare vilket var komplicerat och dyrt.²⁰⁷

Genom JOBS Act har således ett undantag från huvudregeln om krav på registrering, vid utgivande av finansiella instrument, införts för crowdequity-investeringar. Lagens undantag ställer ett flertal krav på intermediär, investerare, och kapitalsökande bolag som vi nedan ska se.

5.2.2 Investerare

Till skydd för investerare har det införts ett investerartak beroende av dennes årsinkomst eller nettoförmögenhet.²⁰⁸ Investerare med en årsinkomst och förmögenhet understigande 100 000 USD får investera den summa som blir högst av; 5 % av årsinkomst eller nettoförmögenhet, alternativt 2000 USD per år.²⁰⁹ Med andra ord kan alla, oavsett inkomst, investera minst 2000 USD per år. För dem med en årsinkomst och nettoförmögenhet som är lika med eller överstigande 100 000 USD ligger investerartaket på 10 % av årsinkomsten eller förmögenheten med ett maxbelopp om 100 000 USD.²¹⁰ Vad som gäller ifall den ena av de två, exempelvis årsinkomsten, understiger gränobeloppet och den andra, exempelvis förmögenheten, överstiger gränobeloppet framstår som oklart då båda reglerna förefaller vara tillämpliga enligt lagtexten.²¹¹ Beloppen gäller som gräns både för vad varje investerare högst får bidra med i en specifik kampanj och för vad varje investerare får investera maximalt i olika crowdequity-kampanjer under ett år.²¹²

Investerarna ska uppfylla ett kunskapskrav för att få genomföra en crowdequity-investering och visa att de förstår riskerna med investeringen. De behöver även

²⁰⁴ Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 42.

²⁰⁵ Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 30.

²⁰⁶ Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 42.

²⁰⁷ Bradford, C. Steven, the New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled s. 3.

²⁰⁸ I lagen talas om investerarens "annual income" eller "net worth". "Net worth" kan översättas till eget kapital, d.v.s. tillgångar subtraherat med skulder, i texten har översättningen nettoförmögenhet använts, vilket således utgör summan som överstiger skulder.

²⁰⁹ Securities Act of 1933 § 4(6)(B)(i), JOBS Act.

²¹⁰ Securities Act of 1933 § 4(6)(B)(ii), JOBS Act.

²¹¹ Bradford, C. Steven, the New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled s. 7.

²¹² Bradford, C. Steven, the New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 8.

aktivt demonstrera att de är medvetna om att de riskerar hela sin investering samt att de ekonomiskt kan hantera en sådan förlust.²¹³

5.2.3 Kapitalsökande bolag

Bolagen ska stå under amerikansk rätt och får inte vara investmentbolag.²¹⁴ Det uppställs krav på att bolagen lämnar omfattande finansiell och annan information om bolaget och crowdequity-erbjudandet, både till SEC och till investerarna.²¹⁵ Genom undantaget har det införts ett maxbelopp avseende till vilket värde bolagen får ge ut värdepapper genom crowdequity. Varje bolag får högst ta emot investeringar under en period om tolv månader uppgående till en miljon USD.²¹⁶ Ju mer kapital som samlas in via rundorna, desto högre krav ställs på informationsgivning. Utöver kravet på att utge information vid erbjudandet ska bolagen sammanställa en årsrapport där resultatet av crowdequity-rundan redovisas samt i övrigt den finansiella information som SEC kräver.²¹⁷ Lagstiftningen hindrar att bolagen själva, eller via någon annan annonserar ut villkoren för erbjudanden, däremot är notiser tillåtna som dirigerar trafik till plattformen.²¹⁸ Spridningen är således begränsad till plattformen och till det kapitalsökande bolagets sociala nätverk vid crowdequity-investeringar.²¹⁹

5.2.4 Plattformar

Crowdequity-investeringar får enbart ske genom intermediär som är registrerad hos SEC som en "*funding portal*".²²⁰ Intermediären kan även vara registrerad som mäklare vilket var ett alternativ redan innan JOBS Act. Att vara en registrerad mäklare är dock lagtekniskt mer komplicerat och kostsamt, därav infördes funding portal i den nya lagen. Intermediärer får inte ge finansiella råd eller rekommendationer angående investeringar. Deras möjlighet att för det kapitalsökande bolaget vidarepublicera erbjudandena är begränsade.²²¹ Intermediärer får inte heller hantera de betalningsmedel som investerarna ger. Därav krävs att plattformen använder sig av en tredje part som kan hantera betalningsmedlen.²²² Det har vidare ålagts intermediären att garantera att kapitalsökande bolag inte får tillgång till finansieringen förrän crowdequity-rundan når sitt utsatta investeringsmål.²²³ Uppnås inte målet ska pengarna återgå till investeraren.

²¹³ Securities Act of 1933 § 4A(a)(4)(C), JOBS Act.

²¹⁴ Securities Act of 1933 § 4A(f), JOBS Act.

²¹⁵ Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 10-11

²¹⁶ Securities Act of 1933 § 4(6)(A), Jobs Act.

²¹⁷ Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 12

²¹⁸ Securities Act of 1933 § 4A(b)(2), JOBS Act. Jmf Bradford, Steven C, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 12.

²¹⁹ Neiss, Sherwood, m fl, s. 50.

²²⁰ Securities Act of 1933 § 4A (a)(1)(b), JOBS Act.

²²¹ Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 13

²²² Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 30

²²³ Securities Act of 1933 § 4A(A)(7), JOBS Act.

Intermediären ska tillse att investerarna får all den information som bolagen har ålagt att tillhandahålla av SEC. Det är även upp till intermediären att sörja för att kunskapskravet hos investerarna avseende riskerna med investeringen uppfylls.²²⁴ Vidare uppställs krav om att plattformen ska vidta åtgärder för att minimera bedrägeririsk, genom exempelvis bakgrundskontroller och för att skydda personuppgifter om investerarna²²⁵. Plattformen ska också övervaka att investerarna inte överträder sina gränobelopp.²²⁶

5.2.5 Övrigt

Vidareförsäljning av finansiella instrument som förvärvats via crowdequity är som huvudregel inte tillåten inom en period av ett år. Fem situationer är undantagna; försäljning tillbaka till utgivaren, till ackrediterade investerare²²⁷, till köparens familjemedlem, försäljning på grund av dödsfall eller skilsmässa samt försäljning som är registrerad enligt Securities Act.²²⁸ Regeln ska motverka att priser drivs upp av att värdepapperna köps och säljs i stor omfattning. Istället måste investeraren äga aktierna i minst ett år. Därefter kan det dock vara svårt att sälja då försäljning av värdepapper i privata bolag omgärdas av regler utfärdade av SEC.²²⁹ En särskild regel avseende investerarnas möjlighet att utkräva ansvar efter crowdequity-investeringar har införts i lagen.²³⁰ Ansvar inträder då bolag lämnat felaktig eller missvisande information, såväl muntlig som skriftlig, samt även då bolag underlåter att lämna sådan information som enligt lag ska lämnas. Investeraren kan inte utkräva ansvar om han eller hon kände till den felaktiga eller utelämnade informationen. Investeraren har inte bevisbördan för att bolaget hade vetskap om förhållandet men bolaget kan undkomma skadeståndsansvar genom att bevisa att de inte hade någon vetskap samt att de inte heller borde ha känt till förhållandet i fråga.²³¹

Enligt en amerikansk författare så finns den viktigaste regeln angående att legalisera interneterbjudanden av finansiella instrument inte i den nya lagstiftningen, utan den består i att JOBS Act ålägger SEC att avskaffa det generella förbudet mot annonsering av privata bolags erbjudanden till allmänheten.²³² Förbudet innebär att privata bolag inte fick rikta erbjudanden mot investerare med vilka det utgivande bolaget inte hade någon tidigare

²²⁴ Securities Act of 1933 § 4A(a)(3), JOBS Act.

²²⁵ Securities Act of 1933 § 4A(a)(5), JOBS Act.

²²⁶ Securities Act of 1933 § 4A(a)(8), JOBS Act.

²²⁷ En ackrediterad investerare är en person eller ett bolag såsom ett finansiellt institut som uppfyller vissa särskilda kriterier och som har godkänts av SEC. Kriterierna är kopplade till investerarens nettoförmögenhet och årsinkomst, se Sherwood, Neiss, m fl, s. 53.

²²⁸ Securities Act of 1933 § 4A(e), JOBS Act.

²²⁹ Neiss, Sherwood, m fl, s. 80.

²³⁰ Securities Act of 1933 § 4A(c), JOBS Act.

²³¹ Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 18.

²³² Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 30.

relation till.²³³ Att annonseringsförbudet nu avskaffas gör det möjligt att annonsera ut privata bolags värdepapper till allmänheten, de får dock enbart säljas till ackrediterade investerare.²³⁴ Vidare gäller för denna typ av annonsering inte något av kraven i JOBS Act som beskrivits ovan under förutsättning att försäljning enbart sker till ackrediterade investerare.²³⁵ Inom ramen för crowdequity-förfarandet är annonsering dock inte tillåten avseende erbjudandets villkor, men däremot allmänna notiser som dirigerar investerare till plattformarna.

5.2.6 Sammanfattande diskussion

Den amerikanska lagstiftaren har under cirka två års tid arbetat med att implementera en fungerande lagstiftning för crowdfunding-fenomenet. I lagen har främst två intressen fått avvägas, investerarskydd och möjligheten för mindre bolag att få tillgång till kapital. Av vad som ovan framkommit framstår det som att lagstiftningen kommit att präglas av ett starkt investerarskydd, eventuellt till men för bolagens möjlighet att anskaffa kapital utan alltför höga transaktionskostnader.

För att sammanfatta den amerikanska lagstiftningen i korthet har gränsbelopp införts till skydd för investerarna, avseende vad de årligen kan investera i crowdequity-erbjudanden. Investerarna måste även uppfylla ett kunskapskrav avseende riskmedvetenhet. De kapitalsökande bolagen ska ge ut företagsspecifik information, såväl till investerare och tillsynsmyndigheten. Bolagen får vidare inte samla in kapital överstigande en miljon USD. Plattformar måste registrera sig som "funding portals" hos tillsynsmyndigheten och för dessa gäller särskilda regler. Plattformarna får inte ge finansiella råd, inte hantera betalningsmedel, de ska utföra bakgrundskontroller och skydda personuppgifter. Vidareförsäljning av andelar som förvärvats via crowdequity får som huvudregel inte förekomma inom ett år och de kapitalsökande bolagen kan bli skadeståndsansvariga om de lämnat felaktig eller missvisande information.

Att gränsbeloppen är kopplade till investerarnas finansiella ställning kan anses diskriminerande mot mindre bemedlade personer. Med hänsyn till att investerarskydd velat uppnås till undvikande av överskuldssättning framstår dock lösningen som ändamålsenlig. Särskilt med tanke på att investeringarna är riskfyllda. Att införa samma gränsbelopp för alla oavsett finansiell ställning ter sig olämpligt eftersom det skulle begränsa investeringarna generellt och därmed bolagens tillgång till kapital. Vidare kan maxbeloppet för vad bolagen totalt får samla in genom crowdequity under ett år anses lågt i jämförelse med de svenska prospektreglerna. Kraven på bolagen att utge finansiell och annan information

²³³ Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 46.

²³⁴ Rudarakanchana, Nat, Crowdfunding In 2014: Forecasts As Equity Crowdfunding Takes Off.

²³⁵ Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, s. 31.

syftar bland annat till att överbrygga informationsasymmetrier och motverka bedrägerier vilket är av stor vikt. Att kräva årsredovisning utförd i enlighet med professionella standarder och granskad av auktoriserad revisor, redan vid insamling av relativt låga belopp, kan emellertid anses långtgående för ett nystartat bolag.²³⁶

Kritik har riktats mot JOBS Act bland annat avseende att lagen är otydlig och inkonsekvent, att det saknas viktiga villkor för investerarskydd och att ansvarsreglerna för de kapitalsökande bolagen är för omfattande.²³⁷ Det har även anförts att JOBS Act gör crowdequity för dyrt och komplicerat samt att genomförandet ställer höga krav på kunskap inom såväl juridik som ekonomi vilket bolagen ifråga sällan har.²³⁸

5.3 Engelsk lagstiftning avseende crowdequity

Den engelska lagstiftaren har bedömt crowdequity och crowdlending som de två former av crowdfunding vilka behöver regleras i lag.²³⁹ Främst med hänsyn till konsument- och investerarskydd. Arbetet med regleringen har genomförts av den engelska tillsynsmyndigheten *the Financial Conduct Authority ("FCA")*. FCA uttrycker att crowdequity-investeringar enbart borde få marknadsföras gentemot dem som förstår riskerna samt har finansiell förmåga att hantera en eventuell förlust.²⁴⁰ Därav uppställs regler om att enbart sofistikerade investerare ska få investera i crowdequity. Med sofistikerade investerare avses professionella investerare, investerare med hög nettoförmögenhet, investerare som får finansiella råd av en auktoriserad rådgivare eller investerare som intygar att de inte investerar mer än 10 % av sin nettoförmögenhet i värdepapper som inte med lätthet kan realiseras^{241, 242} Införandet av reglerna har sin bakgrund i att då ingen andrahandsmarknad för andelarna finns, vilket gör dem svårsålda, fanns behov av att förbättra investerarskyddet. Med hänsyn till att investeraren själv kan intyga att han eller inte hon inte kommer att investera mer kapital än vad som tillåts borde även vanliga investerare fortsättningsvis kunna investera i crowdequity. Till skillnad från USA har inga särskilda gränslöpp införts. För plattformar har självreglering utformats som innebär att intermediärer kan få en form av kvalitetsstämpel, om de uppfyller särskilda krav.²⁴³

²³⁶ Bradford, C. Steven, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, s. 10

²³⁷ Bradford, C. Steven, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, s. 4.

²³⁸ Bradford, C. Steven, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, s. 24-25.

²³⁹ Financial Conduct Authority, *the Financial Conduct Authority outlines how it will regulate crowdfunding*.

²⁴⁰ Financial Conduct Authority.

²⁴¹ De värdepapper som omfattas av regleringen kallas "non-readily relisable security". Jag har i texten översatt det till värdepapper som inte med lätthet kan realiseras.

²⁴² Paterson-Marke, Söla, *FCA regulations and what they mean for the crowdfunding industry*.

²⁴³ Europakommissionen, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, s. 10.

5.4 EU

Inom EU:s institutioner har crowdfunding diskuterats sedan ett par år tillbaka. Den europeiska ekonomiska och sociala kommittén bjöd i juni 2012 in till ett möte med *the European association of development agencies, ("EURADA")* i juni 2012 avseende crowdfunding.²⁴⁴ Mötet mynnade ut i ett dokument där det sammanställdes fakta, framtidsmöjligheter och information kring om ett juridiskt ramverk för finansieringsformen borde skapas. Under oktober till december 2013 anordnade Europakommissionen en konsultation där såväl invånare som organisationer i Europa bjöds in att bidra. Konsultationen gällde crowdfunding i EU och syftet var att utforska vilket mervärde eventuella åtgärder på EU-nivå skulle kunna få. I slutet av mars 2014 gav kommissionen ut en sammanställning av inkomna svar från den genomförda konsultationen.²⁴⁵

Av sammanställningen framgår att kommissionen betraktar crowdfunding som en finansieringsform med stor potential att komplettera traditionella källor till kapital och därigenom förbättra kapitaltillgången för mindre bolag.²⁴⁶ Kommissionen har sedan tidigare uppmärksammat små och medelstora företags betydelse för ekonomin och vikten av tillgång till kapital.²⁴⁷ Emellertid konstateras att fenomenet behöver granskas närmare. Kommissionen har identifierat aspekter som behöver analyseras varav nämns; brist på kunskap om finansieringsformen, huruvida skydd för immateriella rättigheter och konsumentskydd tillgodoses, bedrägeririsk, oklarheter om vad som gäller rättsligt samt hur onödigt betungande lagkrav kan undvikas.²⁴⁸ Kommissionen uttrycker att de vill stödja crowdfunding genom att etablera en expertgrupp som ska utreda potentialen i att utveckla en kvalitetsstämpel för intermediärer, bygga upp förtroende hos användare och hjälpa kommissionen med att främja transparens och certifiering. Vidare vill kommissionen åstadkomma informationsspridning, att standarder utformas samt att kartläggning sker av nationella regler för att senare bedöma om regler på EU-nivå behövs för att den inre marknaden ska fungera på bästa sätt.²⁴⁹ Angående sammanställningen ansåg omkring hälften av de svarande att åtgärder behövdes på EU-nivå, avseende regler för investerarskydd och marknadstillträde vid crowdequity och crowdlending.²⁵⁰ För donations- och belöningsbaserad crowdfunding ansåg en tredjedel att åtgärder behövdes. Ett av de största hindren för industrin uppgavs, av de svarande, vara det oklara rättsläget.²⁵¹ Sammanställningen har

²⁴⁴ EURADA, Crowdfunding Meeting, hosted by the European Economic and Social Committee.

²⁴⁵ Se Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union.

²⁴⁶ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 2.

²⁴⁷ Se Europakommissionen, An action plan to improve access to finance for SME:s.

²⁴⁸ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 2.

²⁴⁹ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 4.

²⁵⁰ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 8.

²⁵¹ Finansdepartementet, Meddelande om gräsrotsfinansiering.

kommenterats av Finansdepartementet i en promemoria.²⁵² Regeringens ståndpunkt var att de är positiva till att crowdfunding, eller gräsrotsfinansiering som de kallar det, utreds närmare av kommissionen. Det anses viktigt att främja alternativa källor till kapital för mindre bolag, forskning samt kulturella och sociala projekt. Samtidigt poängteras vikten av konsumentskydd, i och med att finansieringen kommer från allmänheten. Transparens och åtgärder som motverkar bedrägerier uttrycks vidare behöva främjas.²⁵³

EU:s institutioner är uppenbarligen fullt medvetna om crowdfunding som finansieringsform och kommissionen undersöker nu möjligheter, risker och juridiska frågor för att kunna ta ställning till om åtgärder behöver vidtas på europainivå. Kommissionen väntas rapportera om undersökningens framåtskridande under 2015.²⁵⁴

5.5 Avslutning

Både i USA och England har crowdequity bedömts som en finansieringsform vilken behöver regleras, bland annat för att tillgodose behovet av investerarskydd. Risken med för omfattande reglering, även om den tjänar ett gott syfte, är dock att transaktionerna blir för dyra att genomföra vilket medför att investeringsmodellen inte kommer att vara ett bra alternativ. Bolagen går då miste om kapital. Europakommissionen har uppmärksammat att för omfattande reglering riskerar att hämma finansieringsformens utveckling vilket bör undvikas.²⁵⁵ En amerikansk författare har framfört att grundsyftet med JOBS Act, att förenkla möjligheten för mindre bolag att skaffa kapital, nu motverkas genom att resultatet framstår bli att genomförandet av crowdequity-investeringar kommer vara för komplicerat och dyrt för många bolag. Han påpekar att regler till skydd för investerare hade kunnat byggas upp på ett modernt och mindre traditionellt sätt, till lägre kostnader.²⁵⁶ Eftersom lagstiftningen ännu inte införts till fullo är det omöjligt att veta om så blir fallet. Det är dock av stor vikt att beakta dessa frågor om lagstiftning ska införas i Sverige och försöka välja alternativ anpassade till modern teknik och som minskar kostnaderna för aktörerna på marknaden.

²⁵² Finansdepartementet, Meddelande om gräsrotsfinansiering.

²⁵³ Finansdepartementet, Meddelande om gräsrotsfinansiering.

²⁵⁴ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 12.

²⁵⁵ Europakommissionen, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, s. 7.

²⁵⁶ Bradford, C. Steven, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise unfulfilled, s. 30.

6 De lege ferenda

6.1 Behövs specifik reglering för crowdequity?

I en rapport utförd av Tillväxtverket avseende crowdfunding har tagits upp tre skäl att ändra gällande lagstiftning. Dels om avsaknaden av lagstiftning hämmar en önskvärd samhällsutveckling, dels om lagstiftningen hindrar önskvärda verksamheter och dels om lagstiftningen släpper igenom verksamheter som inte kan anses önskvärda. Rapporten drog slutsatsen att det var relativt enkelt att bedriva crowdequity-verksamhet enligt lagens undantag, och såg inget större behov av ny lagstiftning, vid tiden för rapporten.²⁵⁷ Enligt min mening finns dock skäl att utreda behovet av ny lagstiftning. Delvis med hänsyn till att marknaden troligen till viss del hämmas på grund av de rättsliga oklarheterna och delvis på grund av att investerarskyddet sannolikt behöver förbättras. Att länder som USA och Storbritannien infört specifik lagstiftning tyder på att behov av särskild lagstiftning finns för finansieringsformen och särskilt för att försäkra skydd för investerare. I europakommissionens konsultation uttryckte även hälften av de svarande att de såg behov av åtgärder på EU-nivå, avseende förbättrat skydd för investerare och bättre marknadstillträde vid crowdequity.²⁵⁸

Avseende om önskvärda verksamheter hämmas eller om en önskvärd samhällsutveckling hämmas kan antas att bolag i behov av kapital och bolag som är intresserade av att driva plattformar avstår på grund av nu rådande rättsliga oklarheter samt risken för straff. Med hänsyn till finansieringsformens potential att tillgängliggöra kapital för mindre bolag i större utsträckning, och de positiva effekter det kan få samhällsekonomiskt sett är min mening att det finns behov av klargöranden och eventuellt en ny lagstiftning. Det är viktigt med ett starkt investerarskydd för att industrin ska upprätthålla förtroende och legitimitet. Det är även viktigt att det blir klart vad som gäller för svenska aktörers möjlighet att verka och konkurrera inom industrin. Dels för svenska plattformars möjlighet att konkurrera internationellt och dels för svenska bolags möjlighet att söka kapital. Då svenska aktörer redan verkar på marknaden bör lagstiftaren vilja skapa bästa möjliga förutsättningar för dem samt tillförsäkra att investerarna har tillräckligt skydd. Nedan följer en utläggning kring problematiken med nuvarande reglering och vad en ny, specifik reglering för crowdequity i Sverige borde omfatta.

6.1.1 Problematik nuvarande reglering

Den reglering som främst sätter käppar i hjulen är annonserings- och spridningsförbudet samt tillsynsfrågor. Aktiebolagslagens spridningsförbud är inte unikt för Sverige, utan det är en vanlig företeelse i de europeiska

²⁵⁷ Tillväxtverket, s. 43.

²⁵⁸ Europakommissionen, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, s. 8.

rättsordningarna.²⁵⁹ Osäkerheten är idag stor kring hur långt förbuden sträcker sig. De svenska prospektreglerna ger gott om utrymme för crowdequity-investeringar, men kan utgöra ett hinder om svenska plattformar vill etablera sig i andra länder där lägre gränsbelopp tillämpas avseende när prospekt ska upprättas. En harmonisering av ländernas prospektbelopp borde därför underlätta för gränsöverskridande verksamhet. Det är betydelsefullt eftersom plattformar redan nu verkar i flera länder samt investerare och entreprenörer lär vara intresserade av såväl utländska som nationella projekt. Avseende tillsynsfrågor kretsar problematiken för mindre företag kring att det ofta är dyrt med tillstånd och compliance samt komplicerat för bolagen att utröna vad som gäller utan juridisk expertis. Mindre bolag har inte samma resurser som större företag att hantera detta. Problematiken kan dock vara svår att komma ifrån med hänsyn till reglernas skyddssyfte.

6.2 Hållpunkter för ny lag

Avsnittet syftar till att uppmärksamma hållpunkter för en eventuell framtida reglering på området. Vad som redogörs för nedan är mina egna tankar som baserats på lagstiftning i andra länder och olika studier. Den främsta avvägningen vid införandet av en specifik reglering för crowdequity, såsom vid finansiellt lagstiftningsarbete i allmänhet, måste bli att försöka hålla transaktionskostnaderna låga och skapa en effektiv marknad men samtidigt tillförsäkra investerarskydd.

Inledningsvis kan nämnas vikten av att ställa krav på de kapitalsökande bolagen avseende informationsgivning. Detta för att motverka informationsasymmetrier mellan bolag och investerare. Ökad transparens och krav på redovisning och granskning skulle motverka bedrägeririsk och gynna investerarskydd. Hänsyn behöver samtidigt tas till marknadseffektivitet och de privata aktiebolagens möjlighet att sammanställa information. Kostnaderna för att sammanställa sådan information behöver vara rimlig i förhållande till investeringarna. För att underlätta investerarnas möjlighet att utkräva ansvar vid misskötsel av informationsgivningen vore det önskvärt om informationskravet förenades med någon form av sanktionsmöjlighet, såsom skadeståndsansvar. För det fall investerare lider skada på grund av misskött informationsgivning blir det då tydligt vad som gäller.

Avseende det i ABL gällande annonserings- och spridningsförbudet borde utredas nya lösningar som möjliggör för bolagen att ta in kapital. Exempelvis hade ett nytt undantag kunnat införas som undantar crowdequity-investeringar från förbudet. Därigenom hade bolag kunnat tillåtas att erbjuda en vidare krets personer sina värdepapper vid crowdequity. Som beskrivits ovan är det idag

²⁵⁹ De Buysere, Cristof, m fl, s. 29.

troligen inte tillåtet att sprida kampanjerna från plattformen ut i olika sociala medier, dels ter det sig mycket likt ett annonseringsförfarande och dels når det personer som inte omfattas av undantagen. Att kampanjerna inte får spridas på detta sätt motverkar syftet med crowdfunding-modellen eftersom färre investerare nås vilket innebär mindre tillgång till kapital. För att crowdequity ska kunna komma till sin fulla rätt borde entreprenörerna få sprida sina kampanjer även ut i sina sociala nätverk, under förutsättning att skyddshänsyn tillgodoses på annat sätt. Som exempel kan nämnas att allmänna notiser, som inte uppger någon finansiell information, får användas i sociala medier enligt den amerikanska lagstiftningen för att dirigera investerare till plattformen.

Vidare kan investerarskydd uppnås genom att krav ställs på investerarnas kunskap om finansieringen och riskmedvetenhet. Redan idag låter vissa plattformar investerarna fylla i särskilda frågeformulär. Specifika kriterier kan även ställas på vem som får investera. Som exempel kan nämnas engelsk modell där icke-professionella investerare måste intyga att de inte investerar mer än en viss andel av sina tillgångar. I USA har istället använts gränobelopp för vad investerare maximalt får placera kopplat till personens inkomst och tillgångar. Vidare kan det finnas behov av skyddsregler avseende vilka villkor som ska gälla för investerarnas ägande av andelar i det kapitalsökande bolaget. Detta för att undvika att bolaget begränsar investerarnas inflytande i en oskäligen utsträckning genom aktieägaravtal.

Tillsynsfrågor och i övrigt uppställda krav på bolagen bör behandlas med beaktande av storleken på företagen och investeringarna samt bolagens möjlighet att betala och genomföra kraven. Nya regler måste eftersträva att förfarandet inte blir onödigt dyrt genom höga transaktionskostnader. För intermediärernas del hade självreglering, riktlinjer och uppförandekoder kunnat användas för att minska lagkraven, vilket förespråkats i olika studier.²⁶⁰ Så sker redan i exempelvis Storbritannien. Riktlinjer kan bidra till att öka förtroende och legitimitet för intermediärerna. Tillväxtverket har uttryckt att de kan ta initiativ till ökad samverkan mellan intermediärer samt ta fram generella riktlinjer avseende hur verksamheten bör hanteras.²⁶¹ Häri borde bland annat återfinnas regler om att utföra bakgrundskontroller för att minimera bedrägeririsk, att plattformarna informerar om investeringsrisken, kostnader och viktig information i övrigt. Intermediärens verksamhet bör hållas så transparent som möjligt.

Slutligen bör övervägas om regler som idag enbart tillämpas på publika bolag, exempelvis avseende ledning och organisation, även borde gälla för privata

²⁶⁰ De Buysere, Cristof, m fl, s. 33. Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the federal securities laws, s. 4.

²⁶¹ Tillväxtverket, s. 47.

aktiebolag som genomfört crowdequity-investeringar och därigenom gått från en begränsad till en spridd ägarkrets.

7 Crowdlending – en trendspaning

7.1 Kreditbaserad crowdfunding

Efter att tämligen noggrant ha utrett finansieringsformen crowdequity vänder vi nu blicken till den crowdfunding-form som är baserad på kreditgivning, crowdlending. I uppsatsen beskrivs finansieringsformerna under separata avsnitt men de olika formerna av crowdfunding kan kombineras fritt med varandra. En finansiering kan exempelvis omfatta inslag av såväl belöning som ägarandelar och lån. Kreditbaserad crowdfunding förmedlas också av intermediärer på internet. Kreditgivningen kan ske mellan privatpersoner och den kallas då *peer to peer*. När kreditgivningen istället sker till bolag kallas det *peer to business*. Nedan benämns kreditgivning genom crowdfunding till bolag för crowdlending, och till privatpersoner för peer to peer.

Peer to peer var den kreditgivningsform som först gjorde intåg på marknaden, men därifrån har crowdlending utvecklats vilket vanligen utgör lån mellan bolag och privatpersoner. Denna form av crowdfunding har hittills inte fått samma spridning som crowdequity, troligen på grund av att de rättsliga reglerna avseende kredit är mer strikta än vad som gäller för ägarkapital.²⁶² I skrivande stund finns ännu ingen aktör, författaren veterligen, som erbjuder crowdlending till svenska bolag men däremot peer to peer. Kreditbaserad crowdfunding växer allt snabbare och är troligen ett mer attraktivt alternativ för bolag i behov av kapital än crowdequity. Det grundar sig dels i att bolaget inte behöver manövrera ett stort antal nya ägare. Avsnittet syftar inte till att utgöra en lika djupgående analys som den som utförts ovan avseende crowdequity, utan snarare avses att genomföra en framtidsutblick av vad som troligen kommer att bli den nya trenden inom crowdfunding samt att kort förklara den juridiska problematiken.

7.1.1 Peer to peer

En översiktlig genomgång av peer to peer sker här på grund av att crowdlending till stor del liknar finansieringsmodellen. Peer to peer utgör en finansieringsmodell där privatpersoner via internet kan få lån av andra privatpersoner, istället för en bank. De som tar lån på detta sätt gör vanligen det på grund av att de inte uppfyller bankernas krav för att bli låntagare. Eftersom lånen således utgör högrisklån är vanligen räntorna relativt höga. Investerarna är privatpersoner som vill få bra avkastning på sina inlånade medel. Denna finansieringsmodell finns i Sverige.

Den blivande låntagaren får ansöka om lån på en plattform som erbjuder peer to peer. Intermediären utför därefter en kreditprövning och utreder om personen

²⁶² Tillväxtverket, s. 17.

är lämplig som låntagare. Enligt uppgifter nekas 90 % av ansökningarna hos en av de större aktörerna på grund av för dålig kreditvärdighet.²⁶³ Intermediären gör sedan en riskbedömning av godkända lån efter vilken räntan bestäms. Intermediärer använder olika modeller avseende hur finansiärens inlånade medel fördelas mellan olika lån. Vissa fördelar själva medlen över olika låntagare och har på så vis en intern diversifiering av risk. Andra publicerar översiktlig fakta om lånen och låter långivaren själv placera ut medlen över flera olika lån. Långivaren kan på så vis själv avgöra vilken risk och ränta han eller hon är villig att ta. I denna crowdfunding-modell är det således enbart intermediären som känner till deltagarnas identitet.²⁶⁴ Långivaren vet inte vem han lånar ut pengar till och låntagaren är ovetande om vilka personer som är långgivare.

7.1.2 Crowdlending

Finansieringsformen påminner mycket om peer to peer, men vid crowdlending är det företag som ges möjligheten att låna pengar av privatpersoner. Modellen har ännu inte kommit till Sverige och den är även ovanlig internationellt men börjar få större spridning. Liksom vid övriga crowdfunding-typer är det främst företag vilka har svårt att få vanliga banklån som använder sig av modellen. Det lär finnas ytterligare drivkrafter hos finansiären än enbart avkastning och vinst såsom vid crowdequity. Som exempel kan nämnas att investeraren vill stödja en särskild bransch, intresse för produkten eller att investeraren vill främja jobb och tillväxt på hemorten.

Tillvägagångssättet kan vidare likna det som beskrivits ovan avseende crowdequity. Vid crowdlending utges dock andra finansiella instrument än aktier. Det kan röra sig om vanliga lån mot ränta, men även konvertibla skuldebrev och vinstandelslån. Det vill säga ett lån från företag där långivarens ränta bestäms av bolagets framtida utdelning eller vinst. Även ett vinstandelslån kan vara konvertibelt mot aktier. Troligen ser långivaren det som lukrativt att ha möjligheten att vid en senare tidpunkt kunna konvertera till ägarkapital, under förutsättning att bolaget har utvecklats bra.

7.1.3 Juridisk problematik

Inledningsvis kan konstateras att för verksamhet som i väsentlig omfattning innefattar att lämna och förmedla kredit gäller anmälningsplikt.²⁶⁵ Verksamheten klassificeras som finansiell. Vidare har FI uttalat att en plattform som erbjuder crowdlending, beroende på utformningen av dess modell, skulle kunna falla under reglerna för inlåningsföretag eller sparkassor.²⁶⁶ Ett inlåningsföretag tar emot medel från allmänheten eller ger ut obligationer.

²⁶³ Widmark, Johan, P2P kan vara nästa bubbla.

²⁶⁴ De Buysere, Cristof, m fl, s. 11.

²⁶⁵ AnmL 2 §, 1 § p. 2 och LBF, 7 kap 1 § 2 p.

²⁶⁶ Tillväxtverket, s. 41.

Företaget måste registreras hos FI.²⁶⁷ Jämfört med bank- och kreditmarknadsföretag är reglerna förenklade. Därav gäller en begränsning för hur mycket företagen får låna in, nämligen 50 000 kronor per konsument. Lagen kräver att inlåningsföretagets bundna egna kapital uppgår till minst tio miljoner kronor om företaget är ett aktiebolag och fem miljoner om det är en ekonomisk förening. De höga kapitalkraven talar emot att en intermediär hade velat och kunnat registrera sig som ett sådant företag.²⁶⁸ Åtminstone i ett initialt skede. Följaktligen hade en modell behövt utformas som inte träffas av reglerna om inlåningsföretag. Ett inlåningsföretag står inte under FI:s tillsyn, men däremot sker kontroll av bolagets ägare och ledning.²⁶⁹ Inlåningsföretaget måste även ha rutiner för hanterande av penningtvätt.²⁷⁰

Sparkassorna, också kallat spar- och låneförening, är i grunden en ekonomisk förening som uppvisar likheter med inlåningsföretag. Verksamheten ska registreras på samma vis som inlåningsföretag och därmed gäller samma regler avseende tillsyn och kontroll. Föreningen får ha högst 1000 fysiska personer som medlemmar. Medlemmarna ska vara en begränsad krets och kretsen ska anges i stadgarna. Gränsbelopp om 50 000 kronor för inlåning per konsument gäller även här. Från medlemmarna får föreningen ta emot återbetalningspliktiga medel men enbart i syftet att tillgodose medlemmarnas finansieringsbehov. En modell enligt reglerna för sparkassor hade eventuellt kunnat passa en intermediär som har en mindre, tydligt definierad krets av låntagare och långgivare. Den framstår dock ej som lämplig för det typiska crowdfunding-förfarandet.

Avseende konsumentkreditlagstiftningen blir den inte tillämplig vid crowdlending eftersom kreditgivningen sker till företag.²⁷¹ Vid peer to peer, där konsumenter erbjuds krediter, bör däremot lagen tillämpas om intermediären är ett inlåningsföretag eller annars är att anse som långgivaren. Däremot blir så inte fallet om intermediären enbart förmedlar krediten, eftersom kreditgivningen då sker på uppdrag av en privatperson vilken också är kreditgivare.²⁷² Då konsumentkreditlagen är en skyddslagstiftning krävs nämligen förhållandet näringsidkare och konsument. Dock får intermediären i sistnämnda fall iaktta reglerna för kreditförmedlare.²⁷³ Här bör uppmärksammas att en ny lag som gör all yrkesmässig kreditgivning till konsumenter tillståndspliktig träder i kraft i juli 2014. Såväl att lämna som att förmedla konsumentkrediter kommer att omfattas

²⁶⁷ Lag (2004:299) om inlåningsverksamhet, "Inlåningslag", 7 §.

²⁶⁸ Inlåningslag 5 §.

²⁶⁹ Inlåningslag 14 §.

²⁷⁰ Inlåningslag 10 §.

²⁷¹ Konsumentkreditlag (2010:1846), "KkrL", 1 §.

²⁷² Prop 2009/10:242 s. 85.

²⁷³ KkrL, 48 §.

av tillståndsplikten och verksamheten kommer att stå under FI:s tillsyn.²⁷⁴ Lagen syftar till att stärka konsumentskyddet och motverka problematiken med överskuldsättning.²⁷⁵

Spridningsförbudet i ABL 1:7 måste beaktas även vid crowdlending. Samma problematik som förklarats ovan, avseende paragrafens tillämpning vid crowdequity, gör sig gällande här eftersom värdepapper erbjuds allmänheten. Av vad som framkommit ovan omfattar förbudet utöver utgivande av aktier bland annat utgivande av löpande skuldebrev, konvertibler och vinstandelslån, genom erbjudanden riktade till en vidare krets personer. Huruvida det går att undkomma förbudet genom att istället ge ut enkla skuldebrev är en relevant frågeställning. Enligt doktrin innebär utformningen av begreppet värdepapper i ABL 1:7 att enbart löpande skuldebrev omfattas.²⁷⁶ Detta gör tillämpningen av begreppet komplicerat i och med att konvertibler och optionsbevis, enligt ABL 11:4, kan ges formen av ett enkelt skuldebrev.²⁷⁷ I förarbetena till lagen uttrycks att förbudet främst får betydelse för aktier, konvertibler och löpande skuldebrev, men att även andra skuldebrev omfattas.²⁷⁸ Detta leder till osäkerhet om enkla skuldebrev generellt kan anses undantagna eller inte. Om enkla skuldebrev är undantagna, skulle aktörerna kunna undgå spridningsförbudet genom att ge ut enkla skuldebrev. Av förarbetena att döma är enkla skuldebrev dock ej undantagna, vilket innebär att de kan komma att omfattas av förbudet.

7.1.4 Risker med kreditbaserad crowdfunding

De personer som söker den här typen av lån är vanligtvis bolag som inte kvalificerar för vanliga banklån och de är därmed sannolikt mindre kreditvärda. En risk avseende kreditbaserad crowdfunding blir, i och med det, att privatpersoner och företag skuldsätter sig över dess ekonomiska förmåga. Ett sådant utfall bidrar till en lånebubbla vilket vore negativt för samhällsekonomin. Den kommande lagen avseende viss verksamhet med konsumentkrediter avser att motverka just överskuldssättningen bland konsumenter, vilken uppges vara ett växande problem.²⁷⁹

Avseende crowdlending behöver soliditetsaspekter uppmärksammas. Ett problem med crowdlending kan bli skuldsättningsgraden. I situationen att ett nystartat bolag lånar en stor summa pengar genom finansieringsformen och sedan förbrukar den kommer en skuld bokföras men inga motsvarande tillgångar. Bolagets soliditet kommer således vara låg, vilket i och för sig först blir ett problem då bolaget inte längre kan betala sina skulder. Om soliditeten

²⁷⁴ Prop. 2013/14:107, s. 43 och 59.

²⁷⁵ Prop. 2013/14:107 s. 1.

²⁷⁶ Nerep, Erik, m fl, s. 46.

²⁷⁷ Nerep, Erik, m fl, s. 46.

²⁷⁸ Prop 1993/94:196 s. 141.

²⁷⁹ Prop. 2013/14:107 s. 26.

blir så låg att det egna kapitalet förbrukas blir bolaget likvidationspliktigt. Vidare kan utgivandet av konvertibla skuldebrev i mindre bolag leda till soliditetsproblem, om långivarna istället för att konvertera till ägarkapital vill ha sina lån återbetalda vid konverteringstidpunkten. Om så sker kan återigen det egna kapitalet bli förbrukat. Bolag som tänkt använda sig av crowdlending behöver vara medvetna om denna problematik. På grund av osäkerheten med konvertibler kan avtal ingås med långivaren om att denne ska konvertera till ägarkapital om bolaget uppnår vissa särskilt definierade mål. På så vis kan soliditetsproblematiken undvikas om bolaget uppfyller målen, vilket kan bidra till en större känsla av säkerhet. Konverteringsrätten får regleras i ett särskilt avtal mellan aktieägare och investerare där målen specificeras. Aktieägarna utlovar i avtalet att genomföra en nyemission vid konverteringstidpunkten och investeraren utlovar att konvertera. Detta upplägg kan användas istället för konvertibler, vilka ska registreras hos bolagsverket med uppgivande av villkoren för konvertibeln.²⁸⁰

7.1.5 Avslutning

En intressant frågeställning rör vad som gäller rättsligt för en intermediär som inte involverar sig i långivningen utan enbart för samman långivare och låntagare. Vid crowdlending hade ett liknande tillvägagångssätt som vid crowdequity kunnat användas. Entreprenören får använda sig av plattformens investerarbank för att hitta finansiärer, men utfärdar sedan lån och eventuella konvertibler till finansiärerna utan inblandning av intermediären. Om intermediären dessutom anlitar en tredje part för att hantera betalningsmedlen borde intermediären inte omfattas av reglerna för inlåningsföretag. De utlånade medlen går då direkt från långivaren till låntagaren, vilket medför att intermediären varken tar emot medel från allmänheten eller ger ut obligationer. Problematiken kring annonserings- och spridningsförbudet kvarstår dock, vilket medför att intermediären även vid crowdlending behöver använda en modell i likhet med den som beskrivits under crowdequity-avsnittet.

I en rapport från tillväxtverket har nystartade och mindre företag bedömts vara mer intresserade av att ta lån vid kapitalbehov än att erbjuda investerare ägarkapital. I rapporten uttalas även att crowdlending är den form av crowdfunding som har bäst möjligheter att påverka tillväxt och utveckling positivt samt därutav kan få störst betydelse för att tillgängliggöra mer kapital till mindre företag.²⁸¹ Beroende på investerarens och kapitalsökande bolags preferenser kan crowdlending anses vara ett mer förmånligt alternativ än crowdequity. Det grundar sig i att bolaget får ta emot kapital, men inte nödvändigtvis behöver hantera ett stort nytt antal ägare. Ur finansiärens

²⁸⁰ ABL 15 kap 6-7 §§, jmf. Skog, Rolf, s. 59,

²⁸¹ Tillväxtverket, s. 41.

synpunkt kan lån i kombination med konvertibler anses mest förmånligt. Finansiären får då löpande ränta på det utlånade beloppet men kan avvakta och se hur lönsamt företaget blir innan beslut behöver tas avseende om denne vill gå in som ägare eller få det utlånade beloppet återbetalt. Ett lån är vidare mer lätthanterligt för finansiären än ett delägarskap och går bolaget bra har finansiären möjlighet att konvertera till ägarkapital.

8 Slutsatser

Crowdequity som finansieringsform framstår ha god potential att förbättra kapitaltillgången för små och medelstora bolag, vilka är betydelsefulla för samhällsekonomin. Europakommissionen har bedömt att crowdfunding besitter en stor potential för att komplettera traditionella källor till kapital. Finansieringsformen sammanför marknadens parter på ett sätt som tidigare inte varit möjligt. Av en studie att döma, förefaller det även som att bolag vilka genomfört crowdequity-investeringar gör goda resultat. Bolagen ökade sina kvartalsintäkter och nyanställde personal efter investeringarna. Troligen hänför det sig bland annat till crowdfunding-modellens inneboende utslagsmekanism. Med hänsyn till att de mindre bolagen har svårt att få in externt kapital skulle crowdfunding, ur ett samhällsekonomiskt perspektiv, kunna bli ett viktigt medel till främjande av tillväxt, innovation och nya arbetstillfällen. Detta särskilt med hänsyn till att crowdfunding redan är en miljardindustri med tillväxtpotential.

Avseende de rättsliga begränsningarna för crowdequity förefaller de ha betydande inverkan på finansieringsformen. Rättsläget får anses oklart avseende aktiebolagslagens spridningsförbud i förhållande till crowdequity då frågan aldrig har prövats. Såsom förfarandet ser ut idag är min mening att aktörerna balanserar på en väldigt fin gräns. En gräns som verkar överskridas, bland annat genom att spridning av kampanjerna sker i sociala medier och att tusentals investerare nås av kampanjerbjudandena vilket ter sig likt annonsering. Bedöms kampanjerna utgöra annonser kan troligtvis undantagen inte tillämpas. Vid bortseende från denna vidarespridning borde crowdequity-investeringar kunna genomföras på ett lagligt vis enligt undantaget om förhandsanmäld krets. Då lagen inte specificerar hur en sådan förhandsanmälan ska ske, är min bedömning att investeraren på något vis bör kunna anmäla sitt intresse på bolagets visningssida. Min tolkning är dock att plattformar torde behöva iakttä stor restriktivitet avseende erbjudandets räckvidd samt i stort vara relativt stängda. Detta är givetvis negativt ur marknadsföringssynpunkt vilket lär vara skälet till att vissa aktörer ej agerar särskilt restriktivt. Avseende om crowdequity-plattformar kan anses utgöra en organiserad marknadsplats finns inget klart svar. Argumentation går att föra åt båda håll. Vid jämförelse med verksamhet på börs och handelsplattform som uttryckligen avses, ter sig olikheterna stora. Emellertid är begreppet bredare än auktoriserad marknadsplats och vid en rättslig prövning lär förbudets syften vägas in och däri spridningens karaktär och omfattning. Med hänsyn till förarbetenas begränsade omfattning är det svårt att spekulera i utgången vid en rättslig prövning. Stor betydelse lär tillmätas plattformens och erbjudandenas utformning.

Det föreligger idag en reell åtalsrisk för de aktörer som genomför crowdequity-investeringar. För de kapitalsökande bolagen, dess ledning och aktieägare kan

det bli aktuellt med fullt ansvar medan intermediärer enbart torde kunna dömas för medverkan. Med hänsyn till legalitetsprincipen, praeter legem-förbudet och att tolkningen ska ske restriktivt, borde de rättsliga oklarheterna kring ABL 1:7 och 1:8 tolkas till den tilltalades fördel vid en eventuell prövning. Att bestämmelserna är svårtillämpade på crowdequity kan hänföras till att de skrevs vid en tid då ingen vetskap fanns om den finansieringsform vi nu har för handen.

Vidare föreligger rättsliga begränsningar för intermediärer med hänsyn till att verksamheten är anmälningsskyldig samt även tillståndsskyldig om de själva hanterar betalningsmedel. Intermediärer behöver även iaktta regler för åtgärder mot penningtvätt. Av de kapitalsökande bolagen fordras att prospektreglerna iakttas. Ett prospekt behöver dock inte upprättas om bolagets insamlade kapital understiger 2,5 miljoner euro under en tolv månaders period.

För att främja kapitaltillgången för mindre bolag samt tillförsäkra investerarskydd och förutsebarhet, är min mening att det finns ett behov av rättsliga förtydliganden och eventuellt lagstiftningsåtgärder. Här avses lagstiftning som främjar finansieringsformens utveckling och tillser att investerarna får fullgod information, vilket skapar förtroende för industrin. Det bör även vägas in att svenska aktörer inte borde omfattas av strängare regler än utländska, vilket hämmar konkurrens. Då flera andra länder infört reglering till skydd för investerare vid crowdequity-investeringar behöver investerarskyddet troligen ses över även i Sverige. Ytterligare en aspekt som bör lyftas fram är reglering på europainivå då en viktig del av crowdfunding-mekanismen är att den ska kunna vara gränsöverskridande. Det vore önskvärt med regelkonvergens i den uträkning det är möjligt. Om EU-länderna inför sina specifika krav kompliceras förfarandet och transaktionskostnaderna höjs. Hur de mindre aktiebolagen tillåts ta in kapital är också en fråga som kan föras på europainivå, med hänsyn till att de flesta länder begränsar de mindre bolagens kapitalanskaffningsmöjligheter.

Avslutningsvis kan argumenteras för att spridningsförbudet är förlegat med hänsyn till dagens teknik och kommunikationsmöjligheter. I en tid då allt fler bolag startas, har det uppstått ett större finansieringsbehov som inte tillgodoses med traditionellt kapital. För att komma i kontakt med rätt investerare kan bolagen behöva vända sig till en större krets personer. Min mening är att det finns ett behov av nytänkande avseende spridningsförbudet, vid den här typen av investeringar, och en anpassning till regler som bättre korresponderar med dagens IT och kommunikationsvägar. Om en sådan förändring sker bör följden bli att bättre anpassade regler som gynnar investerarskydd införs. För att så ska bli fallet krävs dock att lagstiftaren uppmärksammar problematiken kring finansieringsformerna.

9 Källförteckning

9.1 Offentligt tryck

9.1.1 Propositioner

Proposition 1991/92:51, Om en ny småföretagspolitik.

Proposition 1993/94:196, Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.

Proposition 2004/05:178, Aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.

Proposition 2006/07:115, Ny lag om värdepappersmarknaden.

Proposition 2009/10:61, En sänkning av kapitalkravet för privata aktiebolag.

Proposition 2009/10:242, Ny konsumentkreditlag.

Proposition 2012/13:134, Investeraravdrag.

Proposition 2013/14:107, Viss kreditgivning till konsumenter.

9.1.2 Statens offentliga utredningar

SOU 1971:9, Större företags offentliga redovisning.

SOU 1992:83, Aktiebolagslagen och EG – En anpassning av den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1, 2, 3, och 12.

9.1.3 Direktiv

Direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

Direktiv 2010/73/EU av den 24 november 2010 om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EG.

9.1.4 Övrigt offentligt tryck

European Commission, Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, Brussels, 27.3.2014.

European Commission, Communication from the commission to the council to the European parliament, to the committee of the regions, and to the European and social committee, *An action plan to improve access to finance for SMEs*, Brussels, 7.12.2011.

Finansdepartementet, Faktapromemoria 2013:14/FPM74, Meddelande om gräsrotsfinansiering, 140429.

Finansinspektionen, Vägledning, Granskning av prospekt, 121101.

9.2 Litteratur

Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad, Tone. Skåre, Jan, *Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave*, 3. Uppl. Oslo: Universitetsforlaget, 2012.

Andersson, Sten. Johansson, Svante. Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen, En kommentar*, Del 1 och 3, Med supplement 8, Stockholm: Norstedts Juridik, 2013.

Bogdan, Michael, *Komparativ rättskunskap*, 2. Uppl. Stockholm: Norstedts Juridik, 2003.

Munck, Noe. Hedegaard Kristensen, Lars, *Selskabsformerne – lærebog i selskabsret*, 4. Uppl. Köpenhamn: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2002.

Nerep, Erik. Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen, En lagkommentar*, Kapitel 1-10 och Kapitel 23-32, 2. Uppl. Stockholm: Thomson Reuters, 2009.

Neiss, Sherwood. Best, Jason W. Cassady-Dorion, Zak, *Crowdfund Investing for dummies*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2013.

Samuelsson, Per. Afrell, Lars. Cavallin, Samuel. Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet, En kommentar*, 1. Uppl. Stockholm: Norstedts Juridik, 2005.

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, 2. Uppl. Stockholm: Norstedts Juridik, 2007.

Sevenius, Robert. Örtengren, Torsten, *Börsrätt*. 3. Uppl. Lund: Studentlitteratur, 2012.

Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 22. Uppl. Stockholm: Norstedts Juridik, 2009.

Werlauff, Erik, *Werlauff's kommenterede Anpartsselskabslov*, 1. Uppl. Köpenhamn: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2001.

9.3 Rapporter

Best, Jason. Neiss, Sherwood. Stralser, Steven. Fleming, Lee, *How Big Will the Debt and Equity Crowdfunding Investment Market Be? Comparisons, Assumptions, and Estimates*, College of Engineering, University of California, Berkeley, 130115. (140317).

http://www.funginstitute.berkeley.edu/sites/default/files/Crowdfund_Investment_Paper.pdf

Bradford, C. Steven, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, Columbia Business Law Review, Vol. 2012, No. 1, 2012, (140304).

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916184##

Bradford, C. Steven, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise unfulfilled*, Securities Regulation Law Journal, Vol. 40, No. 3, 2012, (140218).

<http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/capital-markets/files/Promise%20Unfulfilled.pdf>

Crowdfund Capital Advisors, *How Does Crowdfunding Impact Job Creation, Company Revenue and Professional Investor Interest?*, 140115, (140310).

<http://crowdfundcapitaladvisors.com/news/press-releases/174-crowdfund-signals.html>

De Buysere, Kristof. Gajda, Oliver. Kleverlaan, Ronald. Marom, Dan, *A framework for European Crowdfunding*, 2012, (140310).

https://d21buns5ku92am.cloudfront.net/26522/documents/17930-1351284179-FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf

Osborne Clarke, UKIE Crowd Funding Report: *A proposal to Facilitate Crowd Funding in the UK*, februari 2012, (140318).

http://media.spong.com/ukie_crowd_fund_feb_2012.pdf

Tillväxtverket, *Tillväxt genom Crowdfunding?*, Rapport 0156, Stockholm: Ordörrådet AB, 2013. <http://publikationer.tillvaxtverket.se>

9.4 Artiklar

Conner, Cheryl, *SEC Attempts "Balance" In Equity Crowdfunding Plan*, 131024, (140217).

<http://www.forbes.com/sites/cherylsnappconner/2013/10/24/sec-attempts-balance-in-equity-crowdfunding-plan/>

Ekonomifakta, *Företagens storlek*, (140317).

<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Foretagande/Naringslivet/Naringslivets-struktur/>

EURADA, *Crowdfunding Meeting, Meeting hosted by the European and Social Committee*, 120607, (140318).

http://www.eurada.org/files/Scoping%20Paper%20Crowdfunding%207_6_2012.pdf

Financial Conduct Authority, *The Financial Conduct Authority outlines how it will regulate crowdfunding*, 131024, (140422).

<http://www.fca.org.uk/news/the-financial-conduct-authority-outlines-how-it-will-regulate-crowdfunding>

Jakobsson, Josefine, *Folkfinansiering på frammarsch*, Svenska Dagbladet Näringsliv, 131203, (140331).

http://www.svd.se/naringsliv/folkfinansiering-pa-frammarsch_8785544.svd

Paterson-Marke, Söla, *FCA regulations and what they mean for the crowdfunding industry*, Growth Business, 140327, (140422).

<http://www.growthbusiness.co.uk/growing-a-business/business-finance/2459572/fca-regulations-and-what-they-mean-for-the-crowdfunding-industry.shtml>

Rudarakanchana, Nat, *Crowdfunding In 2014: Forecasts As Equity Crowdfunding Takes Off*, International Business Times, 131223, (140422).

<http://www.ibtimes.com/crowdfunding-2014-forecasts-equity-crowdfunding-takes-1518870>

Thorpe, Devin, *Why Crowdfunding Will Explode In 2013*, Forbes Magazine, 121015, (140218).

<http://www.forbes.com/sites/devinthorpe/2012/10/15/get-ready-here-it-comes-crowdfunding-will-explode-in-2013/>

Widmark, Johan, *P2P kan vara nästa bubbla*, 120508, (140320).

<http://www.va.se/va-hallbarhet/p2p-nasta-kreditbubbla-360722>

Särskilda uppgifter

Jag, Kajsa Liedén, registrerades på kursen första gången vårterminen 2014. Jag har inte omregistrerats och jag har inte deltagit i något tidigare examinationstillfälle.